Народна банка Србије

2010

мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2010

мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17
Тел. 011/333-8000
www.nbs.rs
Тираж: 100 примерака
ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на инфлационо таргетирање као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Монетарног одбора Народне банке Србије и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Монетарног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за најмање четири наредна тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Приступ јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Мајски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 11. маја 2010. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (http://www.nbs.rs).

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Бојан Марковић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме 7

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја 9

III. Кретање инфлације 11

IV. Детерминанте инфлације 15

1. Кретања на тржишту новца 15
   Осврт 1: Компаративна анализа кредитне активности банака у Србији и земљама региона током 2009. 21
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара 22
   Осврт 2: Тромесечне своп аукције девиза 24
3. Кретања на тржишту капитала 27
4. Агрегатна тражња 28
   Осврт 3: Фискална политика у наредном периоду 30
   Осврт 4: Структурни баланс буџета Републике Србије 31
5. Економска активност 36
6. Кретања на тржишту рада 38
7. Међународно окружење 39

V. Пројекција инфлације 43

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 48
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 49
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 50

Списак графикона и табела 51

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2010. 53
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије 54

I. Резиме

Инфлација се у првом тромесечју 2010. кретала испод доње границе циља. Циљ ће највероватније бити подбачен и током другог тромесечја.

Успоравање међугодишње инфлације је настављено и инфлација се од почетка 2010. године креће испод доње границе циља. Томе су у највећој мери допринели и даље ниска агрегатна тражња, пад цена хране и мањи пренос депресијације динара на инфлацију. Ипак, инфлација је у првом тромесечју исказала пораст и износила је 2,0%, као последица пре свега очекиваног раста регулисаних цена и сезонског повећања цена пољопривредних производа.

Кључни фактор раста економске активности у току првог тромесечја био је раст јавне потрошње, а нето извоз у последњих годину дана.

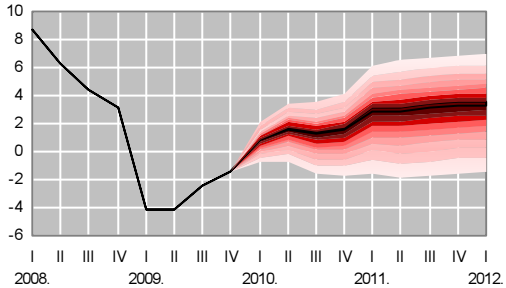
Домаћа тражња је током првог тромесечја била у благом порасту, као последица убрзања раста јавне потрошње због раста издатака за набавку робе и услуга, док су инвестиције и потрошња домаћинстава били у паду. Допринос нето извоза расту економске активности био је истовремено мали, али је на нивоу године и даље доминантан. БДП је забележио благи раст, док је непољопривредна додата вредност стагнирала. Поред тога, у првом тромесечју је први пут након четвртог тромесечја 2008. остварен међугодишњи раст БДП-а (1%).

Расту БДП-а и изласку привреде из рецесије највећи допринос даће инвестиције и раст нето извоза.

Расту БДП-а у наредном периоду позитиван допринос, поред повећања нето извоза (1,7 п.п.), требало би да дâ и опоравак инвестиција (0,9 п.п.), вођен капиталним улагањима државе. Пад јавне и личне потрошње ће и у наредном периоду бити основни дезинфлаторни фактор, с обзиром на то да се очекује наставак замрзавања зарада у јавном сектору и веома низак реални раст зарада у сектору привреде, као и скроман раст кредитне активности банака.

Ипак, раст БДП-а у 2010. ће бити скроман (око 1,5%), с обзиром на спор излазак светске привреде из рецесије и ниску домаћу тражњу.

Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



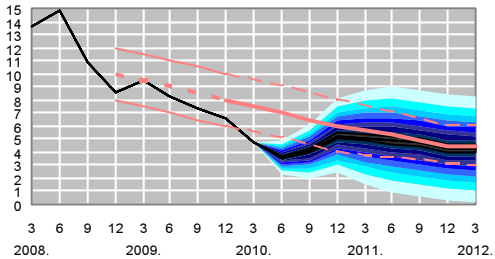
Депресијација динара из претходног периода изражена према валутама земаља које су наши важни спољнотрговински партнери (земље зоне евра и ЦЕФТА), уз економски опоравак у тим земљама, требало би да допринесе расту извоза. Иако ове године привреда Србије излази из рецесије, раст БДП-а ће бити скроман (око 1,5%), с обзиром на спор излазак светске привреде из рецесије и ниску домаћу тражњу. Осетније убрзање привредног раста (3,0%) може се очекивати тек у току 2011. године.

Степен експанзивности монетарне политике повећан је у току првог тромесечја, пре свега као последица отварања депресијацијског јаза реалног девизног курса.

Као што је најављено у претходном Извештају, Народна банка Србије је, у складу с пројекцијом инфлације и смањивањем инфлаторних притисака, током 2010. наставила с попуштањем монетарне политике – референтна каматна стопа је од почетка године снижена за 100 базних поена. Повећање степена експанзивности монетарне политике последица је у већој мери слабљења динара и проширивања депресијацијског јаза реалног девизног курса. С друге стране, реална каматна стопа је, и поред смањења референтне каматне стопе и кретања испод неутралног нивоа, била чак на вишем нивоу него у претходном тромесечју због бржег пада инфлаторних очекивања.

У другој половини 2010. године инфлација ће се постепено приближавати циљу и током 2011. ће се кретати око циља.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Након подбацивања доње границе циља у првој половини 2010, инфлација ће се у другој половини године постепено вратити у границе циља и током 2011. ће се кретати око циља. На то ће пресудно утицати слабљење динара у претходном периоду и заустављање пада цена хране. С друге стране, ниска агрегатна тражња, уз замрзавање пензија и зарада у јавном сектору, ограничиће њен даљи раст.

Кључни ризици пројекције инфлације су кретање цена хране у наредном периоду, премија ризика, преносни ефекат курса на инфлацију и брзина економског опоравка.

Као и у претходној пројекцији, најзначајнији ризици нове пројекције инфлације тичу се премије ризика, преносног ефекта девизног курса на цене и брзине економског опоравка. Такође, постоји могућност да с постепеним опоравком светске и домаће економије, али и по основу евентуално слабије године у пољопривреди, цене хране осетније порасту.

Вероватније је да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће се референтна каматна стопа у наредном периоду снизити него да се неће мењати са садашњег нивоа од 8,0%. Међутим, динамика евентуалног снижавања референтне стопе ће бити спорија него у претходном периоду. Штавише, ако се испостави да су инфлаторни притисци (по основу цена хране и преносног ефекта курса на цене) јачи него што се очекивало, као и ако дође до бржег опоравка агрегатне тражње од очекиваног, процес снижења референтне стопе би могао бити на неко време и заустављен.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Степен експанзивности монетарне политике повећан је у току првог тромесечја, као последица даљег снижавања каматних стопа на тржишту новца и продубљивања депресијацијског јаза реалног девизног курса.

Као што је најављено у претходном Извештају, Народна банка Србије је током 2010. наставила с попуштањем монетарне политике у складу с пројекцијом инфлације и смањивањем инфлаторних притисака. Референтна каматна стопа је у три наврата снижена за по 50 базних поена и тренутно износи 8,0% на годишњем нивоу.

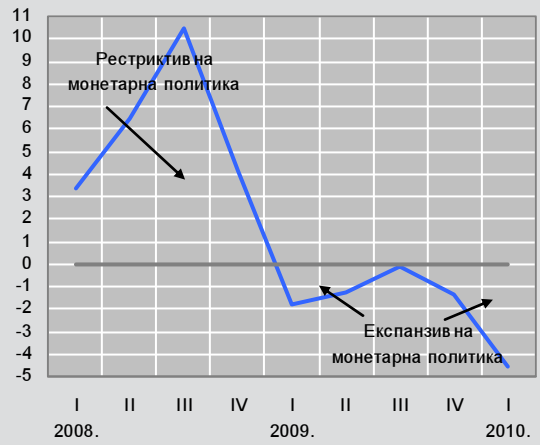
Снижавање референтне каматне стопе у првом тромесечју неће имати пун ефекат на остваривање циљане инфлације у првој половини године него тек у другој половини и у току 2011. Стога предвиђамо да ће се инфлација у првих шест узастопних месеци највероватније кретати испод доње границе циља. У том случају, Народна банка ће бити у обавези да Владу РС писмено обавести о разлозима тог одступања, о мерама које намерава предузети и о времену потребном да се инфлација врати у оквире циља.

Одлуку Монетарног одбора Народне банке да, и поред наставка депресијацијских притисака, настави са снижавањем реферетне каматне стопе определио је пре свега и даље снажан дезинфлаторни утицај домаће тражње. Монетарни одбор је проценио да је тај утицај јачи него што се претпоставило у претходном Извештају о инфлацији. Убрзо се то испоставило као тачно, с обзиром на то да пад БДП-а у 2009. години, према званичној статистици, износи 3,0% уместо раније процењених 2,8%. У прилог одлуци да се настави са снижавањем референтне стопе ишао је и пад инфлаторних очекивања, затим слабији од очекиваног ефекат преноса девизног курса на базну инфлацију, као и наставак пада цена хране.

Интервенције Народне банке на девизном тржишту нису, као ни досад, биле мотивисане утицајем на ниво девизног курса или на његов тренд. Народна банка је на девизном тржишту у току првог тромесечја продала банкама 631,5 милиона евра с циљем подстицања промета и обезбеђења несметаног функционисања тог тржишта, као и ради спречавања прекомерне дневне осцилације динара.

У току првог тромесечја Монетарни одбор је усвојио и нову одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке, која је ступила на снагу 18. марта. Том одлуком основица за обрачун обавезне резерве је измењена и проширена – број изузетака на које се обавезна резерва не обрачунава је смањен, стопа обавезне резерве на динарску основицу је спуштена на 5% и уведена је јединствена стопа на девизну основицу од 25%. На ново задужење у иностранству и новоприкупљену девизну штедњу банке неће бити у

Графикон II.0.1. **Индекс монетарних услова**



У првом тромесечју је повећан степен експанзивности монетарне политике .

обавези да издвајају додатна средства ако је претходно издвојена девизна обавезна резерва била виша од обрачунате по новој стопи. Евентуални преостали износ више издвојене обавезне резерве враћа се банкама у три месечне рате почев од фебруара 2011. године. Одлука је конципирана тако да не изазива знатније притиске ни на динарску ни на девизну ликвидност банака, а да се истовремено транспарентност монетарне политике побољша. Поред тога, банке су стимулисане да прикупљају штедњу и додатно се задужују у иностранству како би обезбедиле средства за кредитирање приватног сектора.

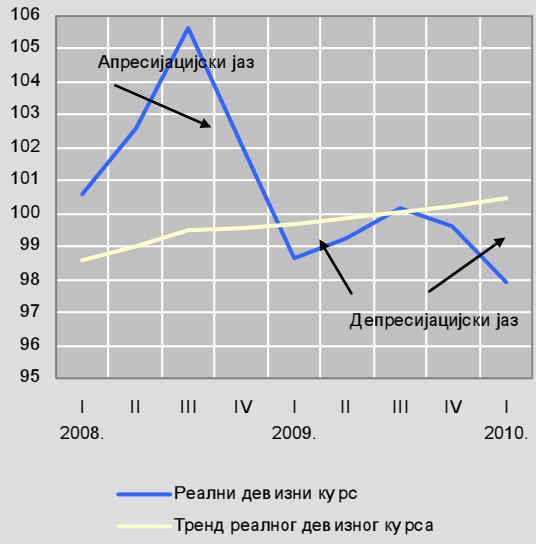
Карактер монетарне политике одређен је не само одлукама Монетарног одбора у ком правцу монетарна политика треба да се креће већ и реакцијама тржишних учесника на те одлуке. На основу кретања индекса монетарне рестриктивности/експанзивности[1], може се закључити да је степен експанзивности монетарне политике додатно повећан у току првог тромесечја.

Депресијацијски јаз реалног девизног курса – једна од две компоненте поменутог индекса – отворен је у току четвртог тромесечја 2009, а у току првог тромесечја 2010. додатно продубљен. То је било последица просечне номиналне депресијације динара од 4,2%, али и чињенице што је ефекат преноса девизног курса на инфлацију био слабији.

Друга компонента индекса монетарне рестриктивности/експанзивности – реална каматна стопа на двонедељни BELIBOR – у току првог тромесечја наставила је да се креће испод неутралног нивоа. Даљи пад премије ризика земље и рекордно ниске иностране каматне стопе утицали су на смањење тренда реалне каматне стопе у наведеном периоду. Смањење тренда, међутим, није било праћено смањењем него растом реалне каматне стопе. Разлог томе је већи пад инфлаторних очекивања од номиналне каматне стопе. Дакле, иако се у поређењу с претходним тромесечјем реална каматна стопа кретала испод неутралног нивоа, по том основу су, у мањој мери, потицали инфлаторни притисци.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, вероватније је да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати.

Графикон II.0.2. **Реални девизни курс и његов тренд**
(базни индекс)



Депресијацијски јаз реалног девизног курса се продубио у току првог тромесечја.

Графикон II.0.3. **Реална каматна стопа и њен тренд**
(у %)

Реална каматна стопа се кретала испод тренда.

[1] Индекс реалних монетарних услова.

III. Кретање инфлације

У току првог тромесечја међугодишња инфлација, која се кретала испод доње границе циља, наставила је да се успорава. Тромесечна инфлација је пак била у порасту, као последица раста регулисаних цена и цена пољопривредних производа. Истовремено су цене које се формирају слободно, на тржишту, стагнирале, највише због настављеног пада цена хране.

Процена је да ће се инфлација и у другом тромесечју 2010. кретати испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Кретање инфлације у првом тромесечју

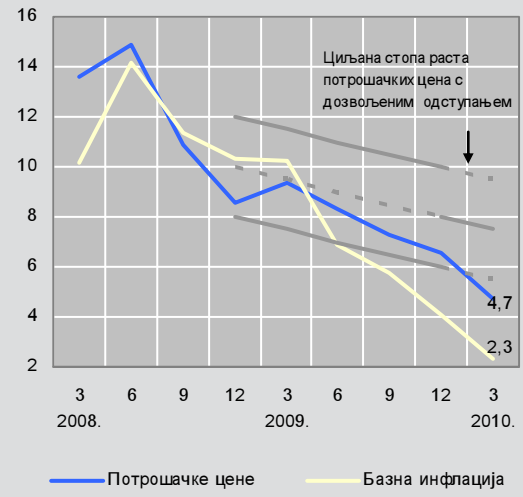
Инфлација је у првом тромесечју била нешто нижа од очекиване, пре свега због даљег пада цена хране и ниске агрегатне тражње.

На нивоу тромесечја, потрошачке цене су убрзале раст, и то са 0,4% у четвртом тромесечју 2009. на 2,0% у првом тромесечју 2010. Тако високом расту потрошачких цена највише су допринели раст регулисаних цена, уобичајен за прво тромесечје, и сезонско поскупљење пољопривредних производа.

Графикон III.0.1. **Кретање цена**
(тромесечни раст, у %)

Укупна инфлација у првом тромесечју је наставила да расте, а базна инфлација да се успорава. Раст укупне инфлације је резултат раста регулисаних цена и цена пољопривредних производа.

Графикон III.0.2. **Кретање цена**
(међугодишњи раст, у %)



Међугодишњи раст укупне и базне инфлације и даље успорава, с тим што је базна инфлација на знатно нижем нивоу.

Међугодишње стопе раста потрошачких цена су у првом тромесечју наставиле са успоравањем раста и кретале су се испод доње границе циља. Таква кретања била су последица пре свега нижег раста цена које се формирају слободно, на тржишту.

Међутим, иако су депресијацијски притисци настављени током целог првог тромесечја, инфлаторни притисци по том основу били су слабији од очекиваних, што је резултирало непромењеном базном инфлацијом.

Табела III.0.1. **Показатељи раста цена**
(стопе раста, у %)

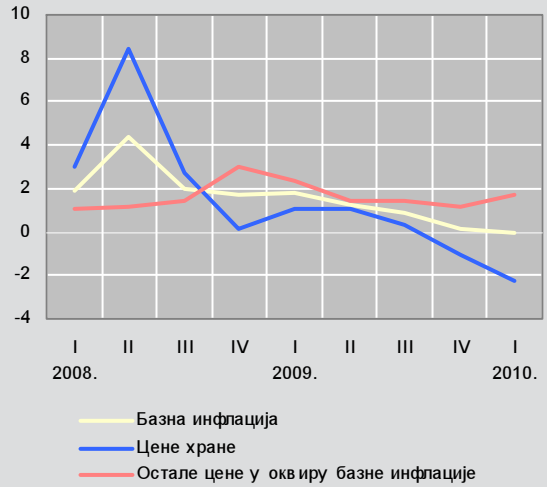
	VI 2009. / VI 2008.	IX 2009. / IX 2008.	XII 2009. / XII 2008.	III 2010. / III 2009.
Потрошачке цене	8,3	7,3	6,6	4,7
Базна инфлација	6,9	5,7	4,1	2,3
Цене на мало	9,8	9,5	10,4	7,4
Трошкови живота	7,8	7,1	6,6	4,4
Цене произвођача у индустрији	6,6	5,3	7,4	11,7
Цене произвођача пољопривредних производа	-9,4	-8,9	-4,8	-9,4*

* Фебруар на фебруар.

Међугодишњи раст цена на крају првог тромесечја је нижи код свих показатеља цена, изузев код цена произвођача у индустрији.

Такво кретање базне инфлације није било очекивано и у највећој мери је резултат пада цена хране. Цене индустријско-прехрамбених производа су у првом тромесечју опале за 2,2%, првенствено због пада цена свежег меса. С друге стране, када се искључи храна, базна инфлација је порасла на 1,7%, што је у

Графикон III.0.3. **Базна инфлација по компонентама**
(тромесечни раст, у %)



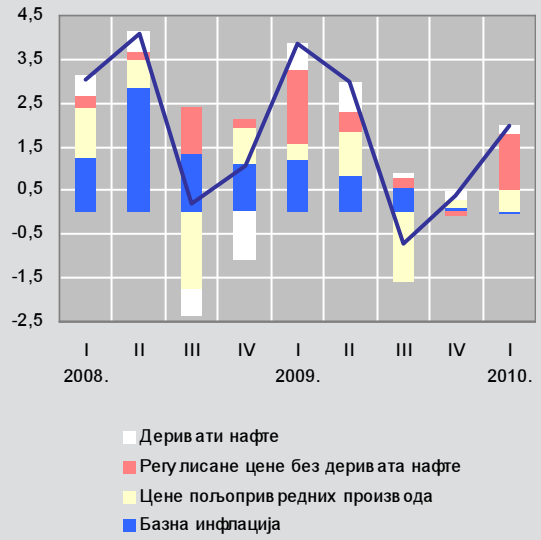
Базна инфлација је у првом тромесечју остала непромењена зато што је пад цена хране анулирао раст цена непрехрамбених производа и услуга.

Табела III.0.2. **Раст потрошачких цена по компонентама**
(по тромесечјима, у %)

	2009. I	2009. II	2009. III	2009. IV	2010. I
Потрошачке цене	3,8	3,0	-0,7	0,4	2,0
Базна инфлација	1,8	1,2	0,9	0,2	0,0
Цене пољопривредних производа	4,7	13,1	-18,5	2,7	7,0
Регулисане цене	9,1	4,4	1,1	0,5	5,5
Електрична енергија	0,0	0,0	0,0	0,0	11,5
Нафтни деривати	16,9	17,9	2,3	3,5	3,0
Гас за домаћинство	-0,8	0,1	0,0	0,2	0,0
Комунално-стамбене услуге	12,8	3,1	6,0	1,0	4,2
Услуге друштвене заштите	0,9	1,8	3,3	8,7	3,7
Саобраћајне услуге (регулисане)	26,6	0,4	0,0	0,1	2,3
ПТТ услуге	10,1	0,0	1,9	0,0	0,0
Хлеб од пшен. брашна Т-850	-0,7	-4,1	0,6	-2,8	-0,8
Цигарете	15,0	0,0	0,0	0,0	10,2
Лекови	10,1	10,3	-1,3	-2,7	0,2
Остало	0,7	9,7	0,1	0,0	0,6

Највећи раст у првом тромесечју забележен је код цена електричне енергије, цигарета и пољопривредних производа.

Графикон III.0.4. **Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)



Расту потрошачких цена највећи допринос су дале регулисане цене без деривата.

одређеној мери последица слабљења динара. Депресијацију динара, због веома ниске агрегатне тражње, произвођачи и трговци нису могли у већој мери да пребаце на крајњег потрошача. Међугодишња базна инфлација је на крају првог тромесечја износила 2,3%.

Регулисане цене су у првом тромесечју остариле убрзан раст. Више од половине тог раста резултат је поскупљења енергената (пре свега електричне енергије). Расту регулисаних цена знатно је допринело и поскупљење цигарета, као и комунално-стамбених услуга. Њихов раст би био још већи да поједини трговци цене нафтних деривата нису спустили испод максимално дозвољеног нивоа. Досадашње кретање регулисаних цена у овој години у складу је с нашим очекивањима и планираним оквиром за 2010. Међугодишњи раст регулисаних цена на крају првог тромесечја је износио 11,7%.

Цене пољопривредних производа су остариле очекиван, сезонски условљен, раст од 7,0%. Међугодишњи раст цена пољопривредних производа је на крају тромесечја износио 1,7%.

Графикон III.0.5. **Очекивана и циљана инфлација за наредну годину**
(у %)

Инфлационо очекивања свих сектора за наредну годину се и даље смањују.

Инфлационо очекивања

Инфлационо очекивања за наредну годину су нижа у односу на претходно тромесечје и ближа циљаној инфлацији.

Према резултатима фебруарске анкете агенције Стратецик маркетинг, инфлационо очекивања финансијског сектора за наредну годину су нижа у поређењу с претходним тромесечјем, али су и даље на горњој граници дозвољеног одступања од циља. У сектору привреде и код синдиката забележен је благ раст очекивања, док су очекивања становништва остала непромењена.

Према резултатима анкете агенције Ројтерс, инфлационо очекивања финансијског сектора су на крају првог тромесечја била у паду у односу на крај прошле године.

Резултати априлске анкете агенције Ројтерс показују да су инфлационо очекивања финансијског сектора остала на истом нивоу као у марту и за годину дана унапред износе 6,0%, што је незнатно изнад циљане стопе инфлације за април 2011.

Анкета ИЗИТ-а[2] спроведена почетком априла, која је обухватила велики број предузетника, показала је да је око половине анкетираних произвођача најавило повећање цена својих производа у наредних шест месеци. Ти резултати нису толико забрињавајући како то делује на први поглед. Примера ради, ако би половина привредника подигла цене својих производа за 5%, то би у наредних шест месеци резултирало растом базне инфлације од 2,5%, што у садашњој ситуацији није забрињавајуће.

Очекивано кретање инфлације у другом тромесечју

Инфлација ће се, према нашим очекивањима, и током другог тромесечја кретати испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Процењујемо да ће се међугодишњи раст потрошачких цена и током другог тромесечја кретати

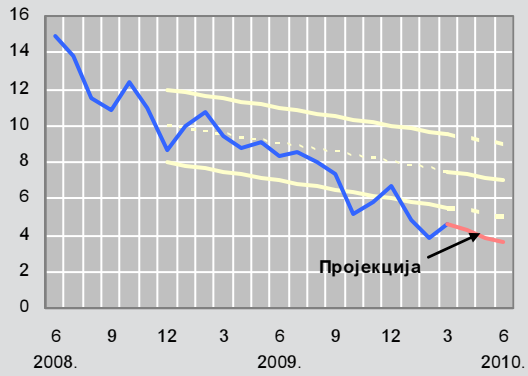
[2] Институт за истраживање тржишта.

Табела III.0.3. **Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју**

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту потрошачких цена (п.п.)
Лекови	7,0	0,2
Нафтни деривати	4,0	0,2
Саобраћајне услуге (регулисане)	4,0	0,1
Комунално-стамбене услуге	2,0	0,1
Остало	12,0	0,1

Очекује се успоравање раста регулисаних цена у односу на прво тромесечје.

Графикон III.0.6. **Краткорочна пројекција инфлације**
(међугодишњи раст, у %)



Током другог тромесечја очекује се даљи пад међугодишње инфлације и њено кретање испод доње границе циља.

испод доње границе циља и да ће у јуну износити око 3,6% (циљ за јун је 7,0 ± 2%).

У другом тромесечју очекујемо раст потрошачких цена од око 2,0%. Он ће подједнако бити опредељен сезонским растом цена пољопривредних производа, затим растом цена производа и услуга које се формирају слободно и регулисаних цена.

Код базне инфлације очекује се убрзање тромесечног раста, у највећој мери због заустављања пада цена индустријско-прехрамбених производа, с обзиром на то да су ефекти ранијег појефтињења инпута у производњи у највећој мери исцрпљени. Поред тога, до раста цена непрехрамбених производа може доћи и због преношења ефекта поскупљења енергената, депресијације курса динара, као и увођења еколошке таксе на техничку робу.

Код регулисаних цена се очекује успоравање раста (2,5%) у поређењу с првим тромесечјем. Очекује се раст цена лекова (због депресијације динара), нафтних деривата (због раста цена сирове нафте и јачања долара), цена саобраћајних и комунално-стамбених услуга, као и цена претплате за телефон и ТВ.

Процењујемо да ће цене пољопривредних производа у другом тромесечју имати виши раст, због понуде сезонских производа на тржишту. Код ове групе производа постоји највећи ризик одступања од пројекције.

У наредном периоду не очекујемо знатнији раст цена, с обзиром на то да је агрегатна тражња још ниска и да делује дезинфлаторно, те да су инфлациона очекивања у паду. Ипак, остаје ризик у погледу кретања девизног курса и цена хране.

IV. Детерминанте инфлације

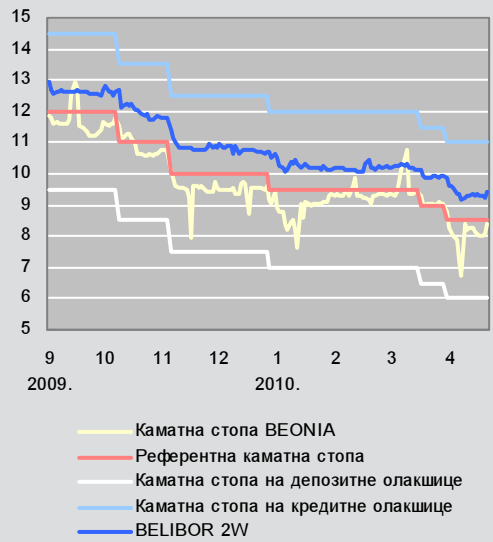
1. Кретања на тржишту новца

Каматне стопе

Тренд пада каматних стопа на међубанкарском тржишту новца у првом тромесечју је привремено заустављен због сезонског пада ликвидности банака. Каматна маржа банака је у поређењу с претходним тромесечјем благо порасла.

Смањење референтне каматне стопе Народне банке Србије на крају прошле године било је праћено смањењем каматних стопа на тржишту новца почетком јануара 2010. Међутим, због сезонског смањења динарске ликвидности банака, банке су се на међубанкарском тржишту новца више задужиле, што је за последицу имало благ раст каматне стопе BEONIA у фебруару и марту. Крајем тромесечја та стопа се кретала изнад референтне каматне стопе. Каматне стопе BELIBOR су током првог тромесечја за рочност до једне недеље остале на готово истом нивоу као у претходном тромесечју, док су вредности BELIBOR-а за дуже рочности биле у благом паду.

Графикон IV.1.1. **Кретање каматних стопа**
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Упркос смањењу референтне стопе НБС, каматна стопа BEONIA бележи благ раст током првог тромесечја.

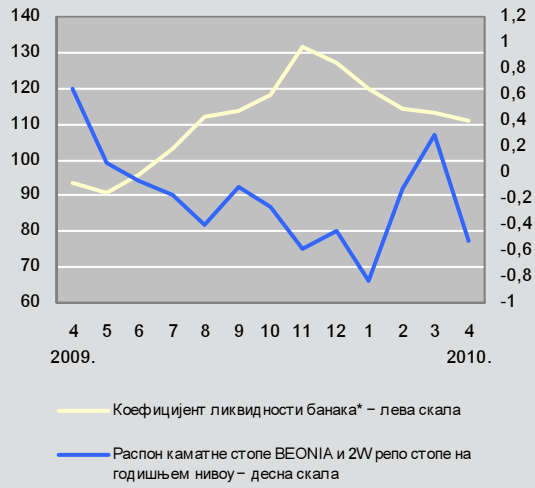
Изменом одлуке о издвајању обавезне резерве банкама је у априлу ослобођено динарских средстава у износу од преко 21 милијарду, што је, уз раст динарских депозита привреде и грађана, значајно поправило ликвидност банкарског сектора. То се одразило на даљи пад каматних стопа на тржишту новца, при чему је пад био израженији код каматних стопа краће рочности. Каматна стопа BEONIA је крајем априла имала вредност од 8,4%, док су се каматне стопе BELIBOR кретале у распону од 9,2% до 9,9%, у зависности од рочности.

Каматне стопе на трезорске записе свих рочности су до марта, због ограничене емисије тих записа, биле у паду. Од марта, држава је појачала интензитет задуживања на домаћем тржишту, уз повећање рочности дуга. Повећање примарне емисије записа није пратила већа тражња инвеститора. Да би допринела што бољој реализацији емитованих записа, држава је извршну стопу прописивала на нивоу који је био знатно ближи максимално понуђеној него просечној стопи, тако да је пад каматних стопа на трезорске записе био привремено заустављен.

Смањење референтне каматне стопе за по 50 базних поена 23. марта и 8. априла одразило се само делимично на кретање каматних стопа на трезорске записе. За рочност од шест месеци стопа је смањена за 50 базних поена (на 9,0%) од мартовског смањења референтне стопе па до краја априла, а за једногодишње записе за 40 базних поена (на 9,7%) и на аукцији 6. маја је износила 9,49%..

Графикон IV.1.2. **Ликвидност банака и распон каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе**

(у млрд динара)



* Ликвидност банака је рачуната као однос просечних ликвидних средстава банака (слободне резерве, стање репо хартија код НБС и нето куповина трезорских записа у текућем месецу) и трансакционих депозита.

Раст каматне стопе BEONIA у првом тромесечју директна је последица погоршане ликвидности банкарског сектора.

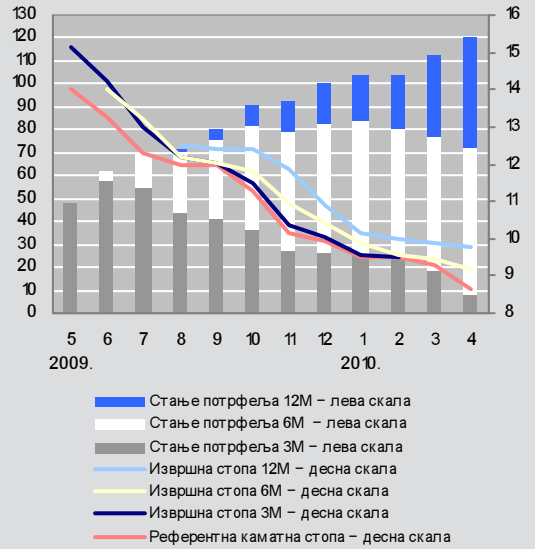
Народна банка Србије је 19. априла организовала аукцију на којој је трајно продавала обвезнице Републике Србије (у номиналном износу од 10,7 милијарди динара) које доспевају крајем 2010. године. На аукцији је просечна пондерисана стопа продатих обвезница износила 8,9%. Тражња за обвезницама је била два и по пута већа од понуде, што сугерише да се у наредном периоду може очекивати даљи пад каматних стопа на трезорске записе.

Најављено издавање трезорских записа дуже рочности (18 и 24 месеца) позитивно ће утицати на даљи развој секундарног трговања хартијама од вредности, тј. повећање степена ликвидности државних хартија од вредности. Прва аукција осамнаестомесечних трезорских записа имала је реализацију од 100% по извршној стопи од 9,49%. Због тога у наредном периоду треба очекивати раст тражње на аукцијама трезорских записа, што ће свакако допринети јачању тржишног механизма приликом одређивања извршних стопа.

Каматне стопе банака на укупне пласмане привреди и становништву у прва два месеца 2010. године су исказале пораст. У том периоду забележен је нижи степен кредитне активности на несубвенционисаном сегменту кредитног тржишта и застој у реализацији

Графикон IV.1.3. **Извршне стопе на трезорске записе и стање портфеља**

(у млрд динара) (у % на годишњем нивоу)



Извршне стопе на трезорске записе нису у потпуности пратиле смањење референтне каматне стопе.

Графикон IV.1.4. **Референтна каматна стопа и каматне стопе пословних банака***

(пондерисани просек, на год. нивоу, у %)

* Активне каматне стопе односе се и на индексиране и на динарске кредите.

Благ раст активних каматних стопа банака и пад каматних стопа на штедњу условили су раст каматне марже .

субвенционисаних кредита из Програма Владе. Раст понуде кредита у марту резултирао је падом активних каматних стопа на ниво од 15,4%. Ипак, оне су у марту још биле на вишем нивоу (за 0,3 п.п.) него на крају претходне године.

Када је реч само о динарским кредитима, каматне стопе на новоодобрене кредите привреди су и у 2010. години наставиле благи тренд смањења, који је започет у марту прошле године. У структури новоодобрених динарских кредита становништву, каматне стопе код готовинских кредита бележе благ пад, док је раст каматних стопа на позајмице грађанима по текућим рачунима, који је био изражен нарочито почетком године, утицао и на промену тренда у кретању каматних стопа на динарске кредите становништву.

Просечне пондерисане каматне стопе на динарску и девизну штедњу код банака су у марту незнатно смањене у односу на претходно тромесечје и износиле су око 4,9%.

Монетарни агрегати

Тражња за новцем у првом тромесечју је опала. То је у највећој мери резултат деловања сезонског фактора.

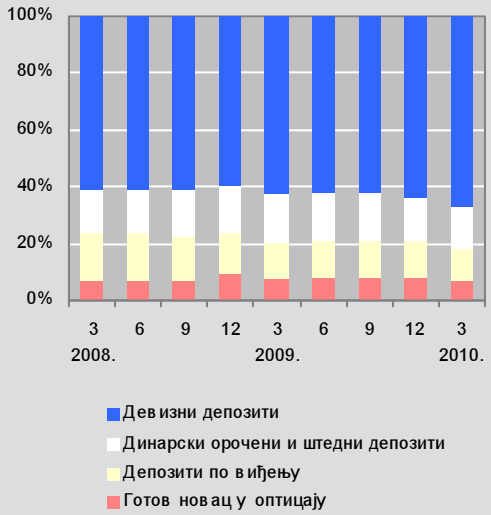
Примарни новац је у првом тромесечју реално смањен за 17,3%. На повлачење примарног новца утицали су и динарски и девизни канал, с тим што је повлачење већим делом извршено путем динарског канала.

Смањење примарног новца резултат је смањења капитала, позитивних курсних разлика и раста средстава на рачунима државе, док је у супротном смеру деловало смањење пласмана банака у репо хартије.

Интервенције које је Народна банка Србије спроводила на међубанкарском девизном тржишту утицале су на смањење девизних резерви и повлачење примарног новца. За неутралисање одлива насталог по том основу није био довољан ни редован прилив, ни средства која је држава добила по основу коришћења кредита Светске банке, ЕБРД и ЕИБ.

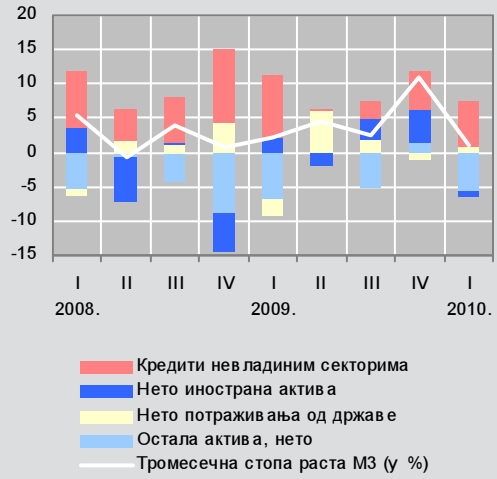
Сви монетарни агрегати бележе реално смањење у односу на крај 2009 – М1 за 14,6%, М2 за 9,4% и М3 за 1%. Смањење готовог новца у оптицају и депозита по виђењу сектора привреде у потпуности је определило пад новчаних агрегата. Стање орочених динарских депозита остало је готово непромењено, док је, захваљујући расту девизних депозита, једино најшири новчани агрегат М3 забележио номинални раст.

Графикон IV.1.5. **Структура М3**



Учешће депозита по виђењу и готовог новца је смањено, док је учешће девизних депозита у М3 додатно повећано.

Графикон IV.1.6. **Доприноси расту М3**
(у процентним поенима)



Кредитна активност банака и даље највише доприноси расту М3.

Раст девизних депозита код банака, који је знатно мањи у поређењу с претходним тромесечјем, резултат је раста девизне штедње становништва. Средства на девизним, као и на динарским рачунима предузећа су смањена. Плаћање обавеза према иностранству, набавка средстава за нови производни циклус, али и ниже каматне стопе на штедњу, утицали су на смањење депозита привреде.

Повећана брзина оптицаја новца у односу на претходно тромесечје указује да пад тражње за новцем. Тај пад је ипак у највећој мери био сезонског карактера.

Расту М3 у првом тромесечју највише је допринела кредитна активност банака (са 6,9 п.п.). И држава је дала позитиван допринос расту М3 (0,7 п.п.), пошто је раст задужења државе код банака по основу продаје трезорских записа био већи од пораста депозита код Народне банке.

Упркос паду на нивоу тромесечја, понуда новца је на међугодишњем нивоу забележила раст. У односу на март претходне године, М1, М2 и М3 су реално повећани за 2,3%, 2,1% и 14,6% респективно.

Примарни новац је у априлу наставио тенденцију опадања. Трајна продаја обвезница Републике Србије из портфеља Народне банке, раст пласмана у репо хартије и незнатан раст депозита државе код Народне банке неутралисали су ефекат креирања примарног новца по основу девизних трансакција. Први пут од почетка године, захваљујући расту динарских депозита како по виђењу тако и орочених, новчани агрегати М1 и М2 су у априлу забележили раст. Истовремено, раст агрегата М3 је настављен.

Кредити банака

Након застоја у јануару и фебруару, кредитна активност банака је у марту остварила опоравак. Ипак, раст кредита на нивоу тромесечја је био незнатно већи у односу на претходно тромесечје.

Укупни кредити банака су у првом тромесечју реално повећани за 2,3%, од чега кредити привреди за 2,4%, а становништву 2,2%. Таква кретања су незнатно повољнија у односу на претходно тромесечје, када је реални раст укупних кредита износио 1,9%.

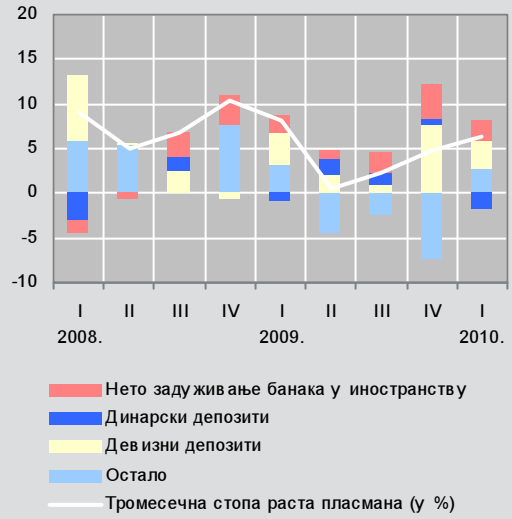
Почетак године обележен је стагнацијом кредитне активности банака. Раст кредита који је исказан у јануару и фебруару великим делом је био резултат ефекта депресијације динара, а не ефективног повећања пласмана. Ипак, у марту су остварена повољнија кретања, и то готово у потпуности по основу ефективног повећања кредитне активности.

Посматрано на међугодишњем нивоу, реално успоравање кредитне активности банака је заустављено, али без знакова значајнијег опоравка. Међугодишње стопе раста кредита приватном сектору већ неколико месеци се крећу на нивоу око 9%, док је крајем 2008, када је започет процес успоравања, та стопа износила око 22%.

Кредитна активност банака у првом тромесечју, која је номинално порасла 6,4% (81,7 милијарди динара), финансирана је више из домаћих него из иностраних извора. Финансирање је у највећој мери вршено по основу смањења средстава које банке држе код Народне банке Србије и раста девизних депозита становништва (доприноси по 3,2 п.п.). Повећање нето задужења банака у иностранству (142 милиона евра) допринело је расту кредитне активности за 2,1 п.п.

Кредити сектору привреде повећани су номинално за 51,8 милијарди динара, а ако се искључи ефекат промене курса динара за 27 милијарди динара. Јавна

Графикон IV.1.7. **Доприноси расту пласмана банака**
(у процентним поенима)



Кредити су у највећој мери финансирани по основу раста девизних депозита становништва и смањења резерви код Народне банке.

Табела IV.1.1. **Субвенционисани кредити**

Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе						
	2009.*			**2010.***		
	Одобрено	Очекивано да банке пласирају	Проценат реализације	Одобрено	Очекивано да банке пласирају	Проценат реализације
	(у милијардама динара)			(у милијардама динара)		
Укупно	104,9	117	89,6	25,7	85	30,3
Ликвидност	88,7	80	110,9	22,5	50	44,9
Инвестиције	0,2	17	1,3	0,4	15	2,9
Потрошачки	15,9	20	79,7	2,8	20	14,2
Субвенционисани стамбени кредити (у милијардама динара)						
	2009.			**2010.****		
Укупно одобрено	2,1			3,2		

* Подаци за 2009. годину обухватају кредите одобраване на основу Програма за 2009, закључно са половином јануара 2010.
Подаци за 2010. годину се односе на кредите одобраване по основу Програма за 2010. годину, тј. на остварена кретања у периоду фебруар-март 2010.
** Јануар – март 2010.

Извор: Министарство економије и регионалог развоја и Национална корпорација за осигурање стамбених кредита.

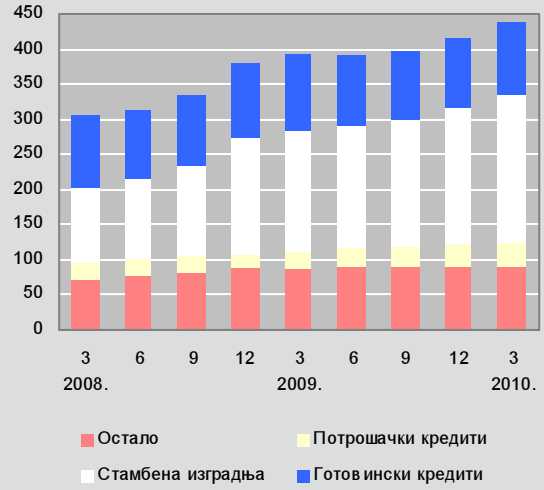
предузећа нису у знатнијој мери користила кредите (номинално повећање од 3,3 милијарде динара) и највећи део кредита одобрених сектору привреде односи се на остала предузећа. Поред очекиваног раста кредита за ликвидност, у овом тромесечју знатан раст су забележили и инвестициони кредити. Секторски посматрано, највише кредита је одобрено предузећима из области трговине, индустрије и саобраћаја.

Тренд раздуживања предузећа према иностранству, присутан током 2009. године, настављен је и у првом

Графикон IV.1.8. **Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству**
(тромесечне стопе раста, у %)

Кредитна активност је остварила благ раст у току првог тромесечја.

Графикон IV.1.9. **Структура кредита одобрених становништву**
(у млрд динара)



Стамбени кредити и даље бележе највећи раст. У благом порасту су и потраживања по основу потрошачких и готовинских кредита.

тромесечју, тако да су тзв. прекогранични кредити смањени у нето износу 99,8 милиона евра (9,8 милијарди динара).

Кредити сектору становништва номинално су повећани за 24,4 милијарде динара, а реално, када се искључи ефекат промене курса динара, за 11,1 милијарду динара. Најзначајнији раст је остварен код стамбених кредита. Потрошачки и готовински кредити бележе умерено повећање, док су потраживања банака по основу минусног салда остала непромењена.

Јачање активности на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта битно је утицало на укупну кредитну активност банака. Учешће субвенционисаних кредита у новоодобреним је у марту повећано на 23,8% (током претходне године у просеку се кретало око 10%). Након стагнације у јануару и фебруару, и на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта у марту је интензивирана активност. У оквиру Програма мера Владе за превазилажење негативних ефеката светске финансијске кризе, у јануару и фебруару је одобрено око пет милијарди динара, а у марту чак 23,3 милијарде динара кредита. Такође, банке су од почетка године одобриле 3,2 милијарде динара стамбених кредита уз субвенцију државе, у релативно сличним месечним износима.

У односу на крај 2009, учешће проблематичних кредита је повећано за 0,7 п.п. и у марту је износило 9,3%.

Учешће кредита приватном сектору у БДП-у је у првом тромесечју достигло 45,1%. И поред евидентне растуће тенденције (за два п.п. више у односу на крај године и три п.п. у односу на исти период 2009), то учешће је у поређењу са земљама у окружењу и даље ниско.

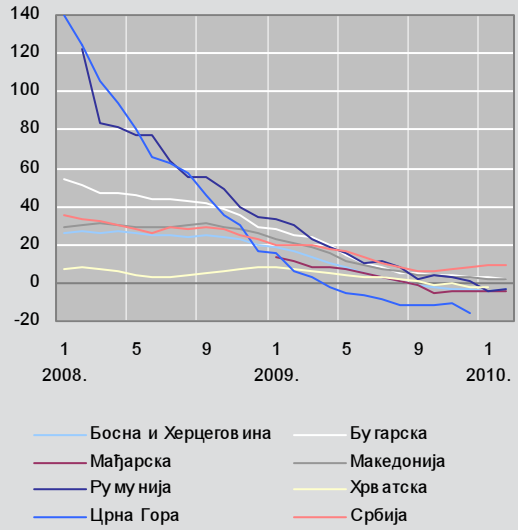
Осврт 1: Компаративна анализа кредитне активности банака у Србији и земљама региона током 2009.

Једна од карактеристика сваке кризе која за последицу има рецесију, па и ове актуелне, јесте опадање кредитне активности. Опадање кредитне активности се код већине земаља исказало кроз реално смањење масе кредита, а само у неколико случајева кроз успоравање раста.

И поред опсежних стимулативних мера које су предузете (смањивања референтних каматних стопа, стопа обавезне резерве и др.), већина земаља у региону је крајем 2009. године исказала негативне стопе раста реалних кредита[1]. Изузетак чине Србија, Бугарска и Македонија, где су стопе раста реалних кредита знатно смањењене у односу на период пре кризе, али су и даље позитивне. Од земаља које су остале у зони позитивних стопа раста најмање успоравање је забележено у Србији. Процењујемо да је програм мера субвенционисаних кредита само делимично допринео тим, условно позитивним, кретањима кредитне активности у Србији, с обзиром на то да се током 2009. године учешће ових кредита у новоодобреним кретало у просеку око 10%.

Светска криза изазвала је прекид, а касније промену смера кретања иностраног капитала, што се одразило на изворе кредитне активности банака. У готово свим земљама нето инострани извори финансирања су имали негативан допринос финансирању кредитне активности. Другим речима, смањена расположивост иностраних извора финансирања, као и повлачење средстава која су централе банака раније пласирале, имали су значајног удела у опадању кредитне активности за већину овде посматраних земаља. У групи земаља код које није забележен реални пад кредитне активности, једино је у Србији евидентиран позитиван допринос иностраних извора финансирања. Такво издвајање Србије у односу на остале земље региона је једним делом резултат поштовања договора постигнутог у оквиру тзв. Бечке иницијативе, али и укидања обавезне резерве банака на ново задуживање у иностранству. Такође, највише каматне стопе у региону Србију чине атрактивном за финансијска улагања из иностранства.

Реални домаћи кредити
(међугодишње стопе раста, у %)



Извор: веб-сајтови централних банака.

[1] Реални кредити израчунати узимајући у обзир раст потрошачких цена, учешће индексираних кредита у укупним и промену курса националне валуте.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Опадање вредности динара према евру настављено је у првом тромесечју. Промет на међубанкарском девизном тржишту и даље је био низак. Народна банка је на тржишту интервенисала продајом девиза.

Динар је у првом тромесечју наставио да слаби према евру. Слабљење динара је, и поред интервенција Народне банке Србије, било најизраженије током јануара и фебруара, да би се у марту вредност динара релативно стабилизовала. Просечна депресијација динара је износила 4,2%. Курс динара се кретао у распону од 96,0 до 99,9 динар/евро.

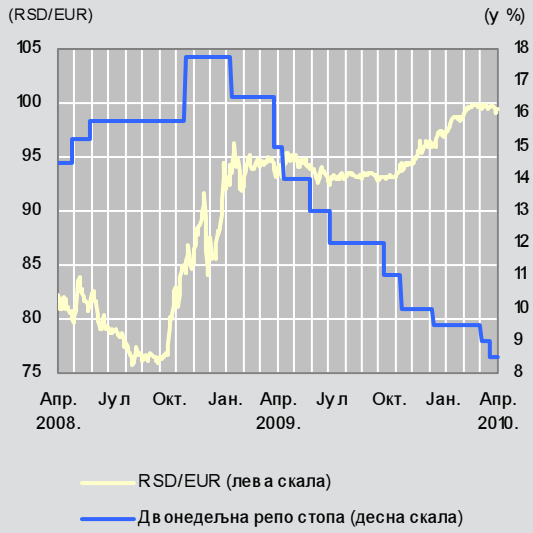
Таква кретања била су под утицајем неколико фактора: сезонски веће тражње привреде за девизама, и даље врло скромног прилива капитала из иностранства, краткорочног раздуживања банака према иностранству, успоренијег раста девизне штедње грађана, као и знатно мањег од уобичајеног откупа ефективног страног новца од мењача у јануару и фебруару.

У првом тромесечју динар је ослабио и према долару (око 10%). Уз слабљење номиналног ефективног курса динара[3] (5,6%) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, динар је реално ефективно депресирао 4,4% (2,9% према евру и 9,4% према долару).

Промет између банака на међубанкарском девизном тржишту остао је на ниском нивоу – просечно дневно испод 30 милиона евра. Поред тога, у појединим данима су биле изражене прекомерне дневне осцилације курса. Народна банка је у првом тромесечју банкама продала 631,5 милиона евра (од тога највише у јануару – 245,5 милиона).

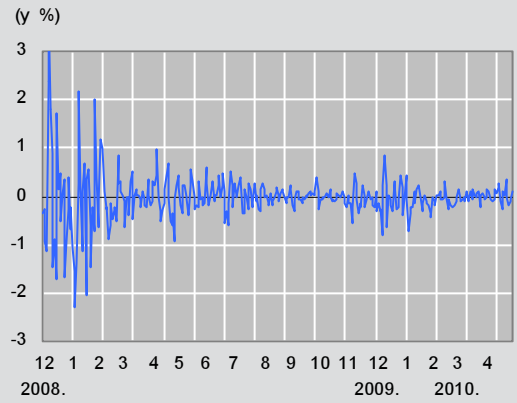
Крајем марта, Народна банка је донела одлуку да уведе тромесечне аукције своп куповине и продаје девиза, које ће се организовати једном недељно и реализовати по тржишним ценама. На свим до сада одржаним аукцијама банке су се показале не само као

Графикон IV.2.1. **Кретање курса динара и двонедељне репо стопе**



Депресијацијски притисци, у извесној мери, резултат су и кумулираних ефеката ублажавања монетарне политике у претходном периоду.

Графикон IV.2.2. **Дневне промене курса динара према евру***

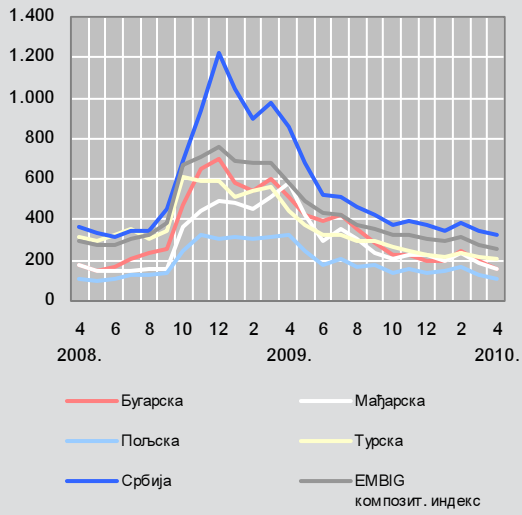


* Негативне стопе указују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

Иако је динар слабио, дневне осцилације курса биле су мање него у претходном тромесечју.

[3] Коришћени пондери: 0,8 за евро и 0,2 за долар.

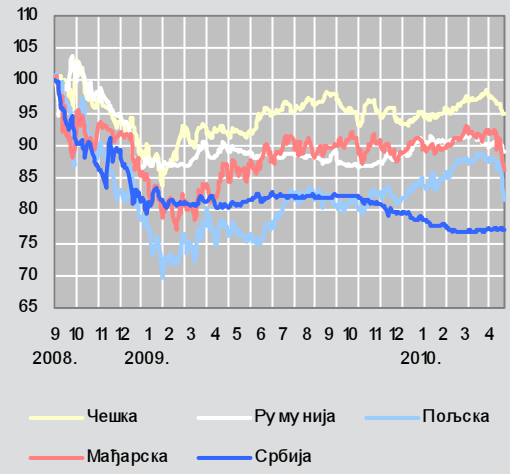
Графикон IV.2.3. **Показатељ премије ризика – EMBI по земљама**
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: *JP Morgan.*

Све земље су забележиле благ пораст премије ризика у фебруару, а затим њено смањење у марту и априлу.

Графикон IV.2.4. **Кретање курсева одређених националних валута према евру**
(30. 9. 2008 = 100)



У првом тромесечју је једино динар забележио пад вредности у односу на евро. Од почетка маја, међутим, све валуте бележе пад вредности.

купци девиза од Народне банке већ и као продавци девиза Народној банци.

У априлу је динар благо ојачао према евру (у просеку 0,3%). Заустављању депресијацијских притисака допринели су мања продаја девиза предузећима, пораст откупа ефективног страног новца од мењача, као и већи раст девизне штедње грађана. Промет девизама између банака на МДТ-у је благо повећан (у просеку више од 30 милиона евра дневно).

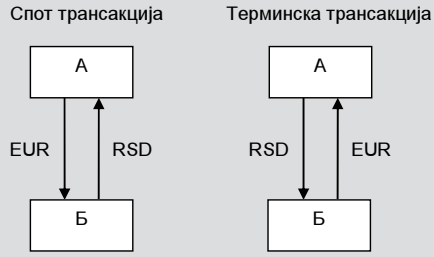
Вредност премије ризика, мерена индексом EMBI *(Emerging Markets Bond Index)*, забележила је известан пораст у периоду од средине јануара до средине фебруара. Али, после тога је била у паду и крајем марта је износила 326 б.п. У априлу премија ризика поново благо расте, тако да је крајем априла била на нивоу од 344 б.п. И код осталих земаља у транзицији приметна су слична кретања индекса EMBI.

Због грчке кризе, почетком маја повећана је премија ризика у земљама у региону, што је утицало на депресијацију њихових националних валута, укључујући и динар.

Ипак, према мајској анкети агенције Ројтерс, финансијски сектор предвиђа да ће кретање вредности динара у наредном периоду бити стабилно.

Осврт 2: Тромесечне своп аукције девиза

Девизне своп трансакције представљају куповину једне валуте за другу, уз обавезу да се по доспећу свопа обави трансакција супротног смера. У своп трансакцијама које Народна банка Србије обавља с домаћим банкама први крак трансакције (спот трансакција) извршава се два радна дана након уговарања трансакције (датум спот валуте Т+2), док се трансакција у супротном смеру (терминска трансакција) обавља након истека утврђеног рока спот трансакције.



Разлика између спот и терминских курсева одређена је разликама у каматним стопама те две валуте у свопу (према теорији паритета каматних стопа). Та разлика се означава као терминска маржа или своп поени. На ком нивоу ће се своп поени тржишно формирати може, у неким ситуацијама, да зависи и од очекивања кретања курса, али је каматни диференцијал ипак ту примаран.

$$Своп\,поени = спот\,курс * \left[\frac{1 + \left(\frac{К_2}{100} * \frac{Д}{360} \right)}{1 + \left(\frac{К_1}{100} * \frac{Д}{360} \right)} - 1 \right] * 10.000$$

$$Термински\ курс = спот\ курс + \frac{своп\ поени}{10.000}$$

$К_1$ – годишња каматна стопа за евро (EUR) с два децимална места
$К_2$ – годишња каматна стопа за динар (RSD) с два децимална места
$Д$ – рочност трајања трансакције

Страна која у првом краку своп трансакције добије валуту која носи вишу каматну стопу плаћа своп поене другој страни, као компензацију за тренутно нижи принос валуте.

У склопу мера подршке финансијској стабилности, Народна банка Србије је у мају 2009. године увела двонедељне девизне свопове како би банкама омогућила приступ додатним изворима динарске и девизне ликвидности по унапред утврђеној цени. Циљ тих аукција био је превазилажење привремених ликвидносних проблема банака, по одређеној цени, при чему је Народна банка Србије наступала у функцији зајмодавца у крајњој инстанци. За те аукције банке нису показале нарочито интересовање, јер свопови нису били тржишно конкурентни.

Од априла 2010. године, Народна банка Србије је почела да организује аукције своп куповине и своп продаје девиза дуже рочности (три месеца). Те аукције се обављају једном недељно, уторком, и то двосмерно, по тржишним ценама, односно своп поенима, али уз ограничену количину девиза. Циљ аукција је да се банкама

омогући лакше дугорочно управљање ликвидношћу, али и да се подстакне функционисање међубанкарског своп тржишта. Такође, организовањем тих трансакција Народна банка Србије је омогућила тржишту и ценовни сигнал дуже рочности кроз пондерисане своп поене које је тржиште спремно да плати, односно наплати на ову рочност.

Досадашње интересовање банака за овим инструментом је велико. Реализација на скоро свим аукцијама је износила 100%, уз тражњу која је знатно превазилазила понуђених десет милона евра по аукцији.

Резултати тромесечних девизних своп аукција
(у млн EUR)

Датум	Своп куповина	Просечни своп поени	Своп продаја	Просечни своп поени
6. 4. 2010.	10,0	18,907	9,2	17,676
13. 4. 2010.	10,0	17,634	10,0	17,618
20. 4. 2010.	10,0	18,062	10,0	17,024
27. 4. 2010.	10,0	17,696	10,0	16,932
4. 5. 2010.	2,5	17,760	10,0	15,196

Знатно већа тражња банака од понуђене количине за своп продају, односно куповину девиза, као и понуђени своп поени банака, показују да постоји простор за међубанкарску трговину без посредовања Народне банке Србије. Иначе, на свим аукцијама просечни пондерисани своп поени које Народна банка Србије наплаћује били су виши од просечно пондерисаних своп поена које она плаћа.

Циљ ових трансакција, које Народна банка Србије планира да обавља привремено, јесте подстицај развоју међубанкарске своп трговине девизама, уз истовремени развој тржишта инструмената заштите од девизног ризика и обезбеђивање динарске и девизне ликвидности на међубанкарском тржишту.

Од земаља у региону, код којих је основна стратегија монетарне политике таргетирање инфлације, девизни своп као инструмент монетарне политике примењују Мађарска и Румунија. Централне банке тих земаља девизни своп спроводе с циљем обезбеђивања или апсорбовања ликвидности, превазилажења проблема који постоје на међубанкарском своп тржишту и подршке финансијској стабилности.

Прилив капитала из иностранства

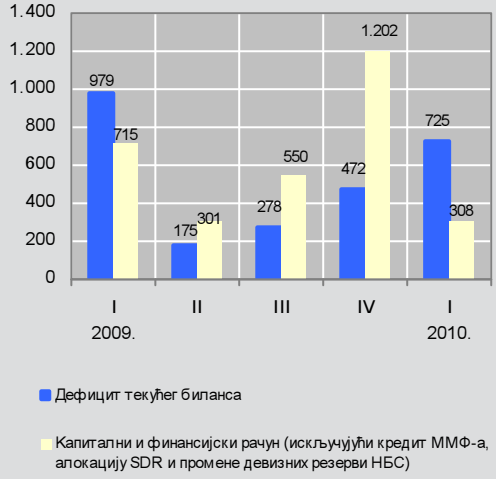
И поред солидног прилива по основу нето дугорочног задуживања банака у иностранству, нето финансијски прилив у првом тромесечју је био низак. На то су у највећој мери утицале јануарске отплате краткорочних кредита које су банке закључиле крајем прошле године и повлачење депозита матичних банака с њихових рачуна у домаћим банкама.

Банке су током прва три месеца 2010. године своје краткорочне обавезе према иностранству смањивале. На нивоу првог тромесечја укупно смањење тих обавеза је износило око 380 милиона евра. Измиривање краткорочних обавеза банака према иностранству у потпуности је покривено њиховим нето дугорочним задуживањем (у износу од око 400 милиона евра). Насупрот банкарском сектору, предузећа су истовремено свој дугорочни дуг према иностранству нето додатно смањила, али у релативно скромној мери (77 милиона евра).

Нето прилив по основу страних директних инвестиција био је релативно низак (284 милиона евра). Највећи део тог прилива потиче од докапитализације Комерцијалне банке а.д. Београд и компаније Ју-Ес стил (89 и 52 милиона евра респективно).

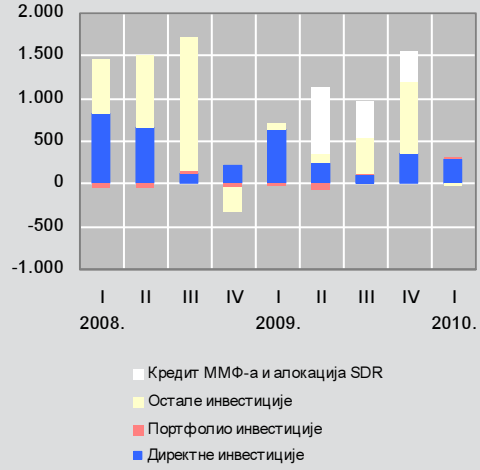
Релативно низак нето финансијски прилив девиза током првог тромесечја, у условима сезонски уобичајено веће тражње клијената за девизама, имао је за последицу нижу девизну ликвидност банака.

Графикон IV.2.5. **Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала**
(у млн EUR)



Прилив капитала у првом тромесечју није био довољан да се покрије дефицит текућег биланса.

Графикон IV.2.6. **Структура финансијског биланса**
(у млн EUR)



Прво тромесечје обележио је скроман прилив капитала.

3. Кретања на тржишту капитала

Неликвидност тржишта капитала је и даље присутна. Тржишна капитализација Београдске берзе је смањена, при чему је индекс Belex 15 забележио незнатан раст, а BELEXline пад.

Почетак 2010. године карактерише благ опоровак индекса Београдске берзе Belex 15 и BELEXline, који је заустављен у марту. Крајем марта индекс Belex 15 је имао вредност од 685,7 индексних поена, што представља раст од 3,3% у односу на крај претходног тромесечја. Истовремено, индекс BELEXline је забележио већи пад, тако да је крајем марта био за 0,3% мањи у односу на децембар и износио је 1.307,3 индексна поена. Вредност индекса Београдске берзе је почетком априла нагло повећана, да би потом крајем месеца била смањена, тако да су индекси Belex 15 и BELEXline остварили раст у априлу од 9,3% и 8,5% респективно.

Изузетно ниска ликвидност домаћег тржишта капитала, која је присутна од почетка кризе, задржана је и у 2010. години. Укупан промет у прва четири месеца износио је свега 6,5 милијарди динара.

Страни инвеститори су остварили нето куповину акција у износу од 1,7 милијарди динара у прва четири месеца. Активност страних инвеститора није се одразила на кретање индекса, у највећој мери због дубоког поремећаја на страни домаће инвестиционе тражње.

На тржишту обвезница старе девизне штедње стопе приноса за све рочности су смањене, изузев за обвезнице које доспевају крајем маја ове године. У првом тромесечју је смањен и промет обвезницама за 10,3%, на 758 милиона динара, а обим трговања обвезницама у априлу је сведен на 206,6 милиона динара. Највише се трговало серијом А 2013 (25,4% укупног оствареног промета).

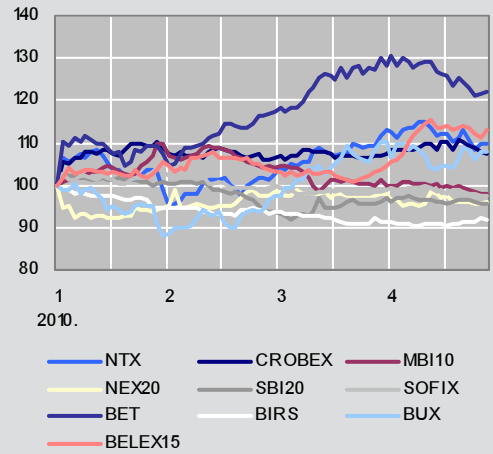
Укупна тржишна капитализација Београдске берзе је смањена за 44,3 милијарде динара и крајем априла је износила 888 милијарди динара. С обзиром на то да није било знатнијег смањења вредности акција и да је депресијација динара неутралисала пад вредности обвезница старе девизне штедње, смањење тржишне капитализације може се довести у везу с негативним кретањима у реалном сектору. Наиме, над великим бројем предузећа је током првог тромесечја покренут

Графикон IV.3.1. **Индекс BELEX 15**

Извор: Београдска берза.

Индекс Belex 15 је у првом тромесечју остварио незнатан раст, док је промет акцијама које улазе у састав овог индекса додатно смањен.

Графикон IV.3.2. **Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу**
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2009 = 100)



Од почетка године, већина берзанских индекса у региону је забележила стагнацију.

стечај и њихове акције су аутоматски искључене с Београдске берзе.

Стагнација активности од почетка године бележи се и на већини берзи земаља у региону. Негативна кретања индекса забележена су на Софијској и на Љубљанској берзи, а највећи пад вредности је збележио индекс Бањалучке берзе (BIRS). Снажан опоравак забележио је једино индекс на Букурештанској берзи (BET). Његова вредност је на крају тромесечја била на нивоу из августа 2008. године[4].

Иако је индекс BELEX Sentiment од јануара остварио знатнији пораст, што указује на позитивна очекивања тржишних учесника у погледу берзанских кретања, чини се да је опоравак Београдске берзе за сада изостао.

4. Агрегатна тражња

Економска активност је остварила благ раст у првом тромесечју захваљујући расту домаће тражње, а у мањој мери и нето извоза. Раст домаће тражње се искључиво дугује расту јавне потрошње.

Знатан раст јавне потрошње и смањење дефицита у размени робе и услуга дали су у првом тромесечју позитиван допринос расту БДП-а од 1,6 п.п. и 0,1 п.п. респективно. То је било довољно да се надокнаде ефекти пада инвестиција и личне потрошње (допринос од по –0,4 п.п.). Иако је допринос нето извоза расту БДП-а у првом тромесечју мали, међугодишње посматрано он је и даље кључни фактор раста.

У 2010. очекујемо да ће позитиван допринос расту БДП-а од 1,5%, поред повећања нето извоза (1,7 п.п.), дати и опоравак инвестиција (0,9 п.п.) по основу капиталних улагања државе.

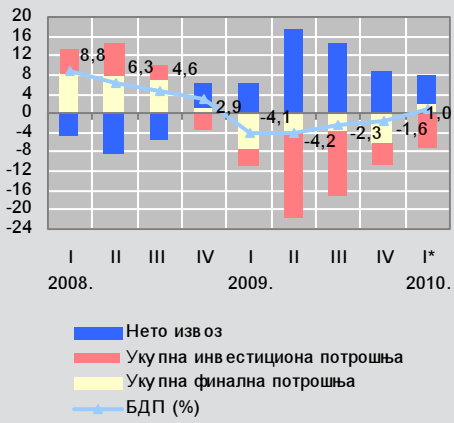
Домаћа тражња

Индикатори потрошње домаћинстава

Блажи пад новчаних прихода домаћинстава у односу на претходно тромесечје имао је за резултат успоренији пад потрошње домаћинстава.

Потрошња домаћинстава[5], десезонирано посматрано, показује успоренији пад у односу на претходно

Графикон IV.4.1. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а***
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

У првом тромесечју се очекује благ међугодишњи раст БДП-а због повећања извоза робе и услуга.

Графикон IV.4.2. **Раст БДП-а и домаће тражње**
(десезониране тромесечне стопе раста)

*Процена НБС.

У првом тромесечју БДП бележи благ раст, а домаћа тражња још блажи раст пре свега због смањења инвестиционе активности.

[4] Индекс Belex 15 је, заједно са индексима Бањалучке, Македонске и Љубљанске берзе, исказао најспорији опоравак током кризе. Вредности поменутих индекса су крајем првог тромесечја 2010. године и даље преполовљене у односу на август 2008.

[5] Укључујући непрофитне институције које услужују домаћинства.

тромесечје (0,5%). Њен допринос расту БДП-а у првом тромесечју износи –0,4 п.п. И на међугодишњем нивоу се уочава успоравање пада потрошње домаћинстава (0,4%).

Новчани приходи домаћинстава, као извор потрошње, посматрани збирно (зараде, пензије и социјална примања), у првом тромесечју су ублажили свој десезонирани пад (1,3%) у односу на претходно. Успоренијем паду тих прихода допринео је тромесечни раст просечних реалних нето зарада, које су показале знатан опоравак пре свега у марту. Пензије и социјална примања су остали на скоро непромењеном нивоу.

Реалан нето прилив девиза по основу дознака, десезонирано посматрано, био је у порасту (0,3%) у односу на претходно тромесечје, али је ниво откупа девиза овлашћених мењача од домаћинстава смањен.

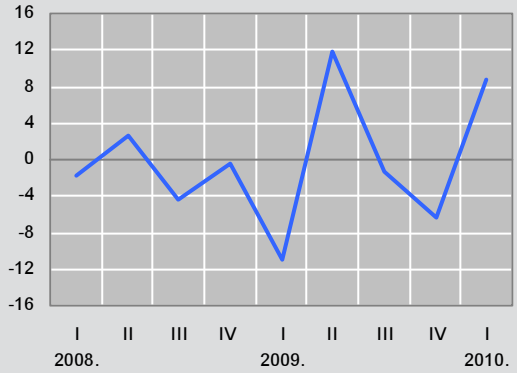
Кредитна активност банака се постепено опоравља и бележи раст, чему су највише допринела позитивна кретања у марту. Такво кретање потврђују и десезонирани подаци.

Штедња становништва показује благ пораст (2,9%) у односу на претходно тромесечје.

На успоравање пада потрошње домаћинстава указује и успоравање пада промета у трговини на мало, који десезонирано посматрано износи 2,2%. На пијацама је забележени пад промета био на нивоу претходног тромесечја (3,9%).

Очекујемо да ће се потрошња домаћинстава у 2010. години постепено опоравити и да ће на годишњем нивоу имати знатно мањи пад него у претходној години.

Графикон IV.4.3. Јавна потрошња
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Због раста издатака за набавку робе и услуга, у првом тромесечју је остварен раст јавне потрошње.

Јавна потрошња

Потрошња државе у првом тромесечју бележи знатан међугодишњи и десезонирани раст у односу на претходно тромесечје, али је та промена ипак привременог карактера.

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за зараде у јавним службама, реално је повећана за 11,7% међугодишње у првом тромесечју. Када се искључи утицај сезоне, потрошња државе је у односу на претходно тромесечје већа за 8,7%. Допринос јавне потрошње расту БДП-а износио је 1,6 п.п.

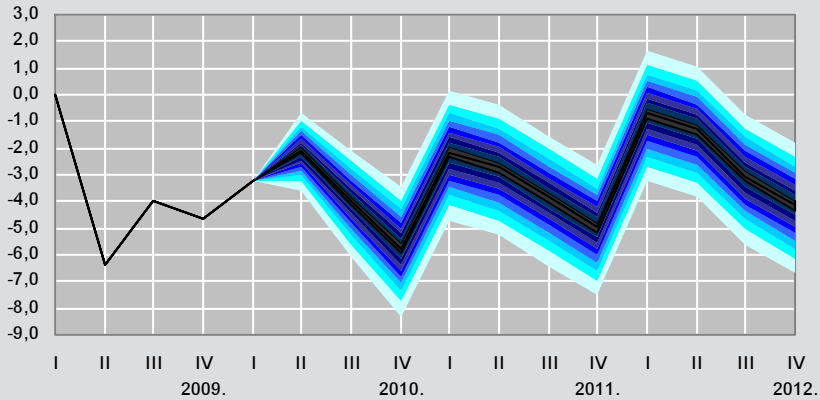
С обзиром на то да су зараде запослених у државној служби одлуком из 2009. године замрзнуте, раст потрошње државе је последица знатног повећања набавки робе и услуга. Буџет за 2010. годину предвиђа номинално повећање вредности набавки робе и услуга од око 10%, што значи да у наредном периоду треба очекивати њихов знатно нижи реални раст.

Осврт 3: Фискална политика у наредном периоду

У првом тромесечју 2010. године забележен је дефицит буџета Републике Србије од 21,8 милијарди динара (од очекиваних 120 на годишњем нивоу) и монетарни ефекат од 10,1 милијарду динара. Има индиција да би очекивани годишњи ефекат фискалне политике на тражњу могао бити мањи него што смо након усвајања Закона о буџету очекивали. Разлог томе су најаве да ће се емисија трезорских записа повећати. Одустаће се највероватније од планираног пласмана обвезница на страно тржиште, што ће за резултат имати пораст стања трезорских записа већи од првобитно планираног у износу од 26 милијарди динара за 2010. годину. Тиме би и у 2010. дефицит од око 4% БДП-а био финансиран највећим делом повлачењем новца с домаћег тржишта. Ипак, треба имати у виду да осамнаестомесечне обвезнице могу куповати и страни инвеститори, што би у извесној мери могло повећати монетарни ефекат. Подсетимо да је прошлогодишњи дефицит од 120 милијарди динара пратио ефекат на тражњу од 19,3 милијарде динара (0,7% БДП-а). Наше почетне процене биле су да би тај ефекат у 2010. могао бити у висини до 2,7% БДП-а, док се сада вероватнијом чини ефекат испод 1% БДП-а.

У наредним годинама, до 2012, очекује се постепено опадање дефицита (у складу с Меморандумом о буџету), тако да би, након дефицита од 4% БДП-а у 2010. (према већ усвојеном Закону о буџету), у 2011. уследио дефицит од 3,5% БДП-а, а у 2012. години од 2,4% БДП-а. Полазна претпоставка је раст реалног БДП-а од 1,5%, 3% и 5% за 2010, 2011. и 2012. годину респективно, али и реформа фискалног система у правцу повећања обима прихода (реформом пореза на доходак и добит, реформом ПДВ-а и акциза и изменом царинских прописа) и смањења јавних расхода. Ипак, процењујемо да је ризик одступања од плана израженији у правцу раста дефицита, што илуструјемо и приложеним графиконом[1].

Пројектовани буџетски дефицит
(у % БДП-а)



Међу ризицима да дефицит буде виши од планираног на првом месту је свакако план за повећање плата и пензија. Уз претпоставку да би повећање било извршено за проценат очекиване инфлације за ову годину (дакле 6%), то би значило додатних 0,38% БДП-а дефицита у 2010. и додатних око 1,5% БДП-а дефицита у 2011. (овде је претпоставка да би повећање ступило на снагу само за последња три месеца 2010). Остали ризици се односе пре свега на испуњење плана привредног раста, односно јавних прихода.

[1] Графикон је израђен на основу претпоставки које Влада Републике Србије наводи у Ревидираном меморандуму о буџету и економској и фискалној политици за 2010. годину, с пројекцијама за 2011. и 2012. годину.

Осврт 4: Структурни баланс буџета Републике Србије

У првом тромесечју 2010. структурни дефицит буџета Републике Србије (биланс буџета коригован за ефекте пословног циклуса) био је доста висок, посебно за овај период године. Фискална политика у првом тромесечју је тиме имала антицикличан карактер.

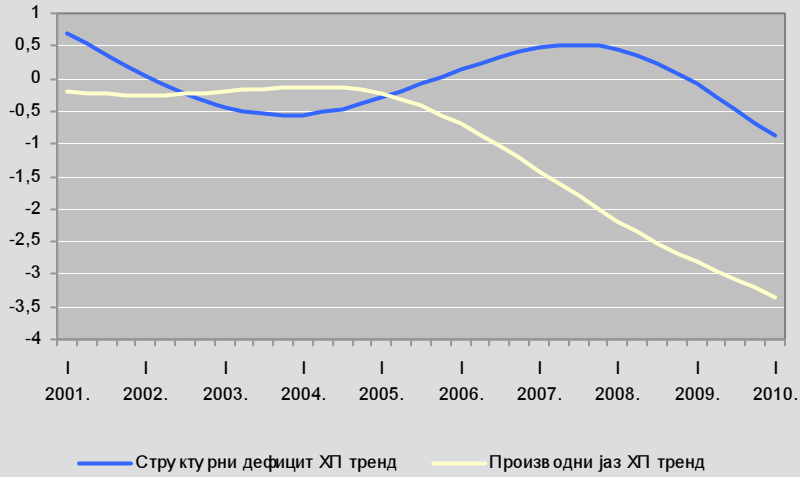
Фискална политика је, међутим, још од почетка 2001. године била изразито проциклична у периодима вишег привредног раста, а недовољно антициклична у периодима успоравања економске активности.

У периоду од 2006. године структурни биланс је само у другом тромесечју 2006. и 2007. године био позитиван. Буџет је, дакле, у трајном структурном дефициту, што га чини процикличним у експанзији и онемогућава да буде довољно антицикличан у периодима рецесије. Наиме, евентуални суфицити у време експанзије омогућили би знатно веће дефиците у време рецесије, а како их није било, могућности државе за задуживање на тржишту капитала су ограничене, а тиме и њено антициклично деловање у рецесији.

Од избијања економске кризе ситуација је била мање неповољна, будући да је и структурни биланс у овом периоду био негативан, дакле почиње да има пожељне антицикличне карактеристике. То се јасно види ако посматрамо структурни баланс и производни јаз када

	Структурни биланс буџета (у % БДП-а)	Биланс буџета (у % БДП-а)
I 2006.	-1,4	-2,0
II 2006.	2,9	2,9
III 2006.	-0,2	0,1
IV 2006.	-7,8	-7,9
I 2007.	-0,3	0,5
II 2007.	2,0	3,0
III 2007.	-3,0	-2,2
IV 2007.	-8,4	-7,9
I 2008.	-1,3	1,2
II 2008.	-4,9	-3,1
III 2008.	-1,7	-0,7
IV 2008.	-6,6	-6,5
I 2009.	-0,7	-1,5
II 2009.	-5,1	-6,4
III 2009.	-2,9	-4,0
IV 2009.	-4,0	-4,7
I 2010.	-1,9	-3,2

Производни јаз и структурни дефицит ХП тренд



елиминишемо њихове краткорочне осцилације, што приказује приложени графикон. Посматрање тренда серија података за производни јаз и структурни дефицит омогућава лакше уочавање законитости кретања производног јаза и структурног дефицита у протеклом периоду.

Ипак, чини се да преокрет у карактеру фискалне позиције није последица дискреционе фискалне политике него чињенице да је буџет у трајном дефициту, чиме неминовно постаје антицикличан у периоду успоравања економске активности. Било би пожељно да се будући позитиван пословни циклус искористи за консолидацију фискалне позиције како би она постала антициклична.

Инвестициона потрошња

У првом тромесечју је забележен и међугодишњи и десезонирани пад инвестиција у односу на претходно.

Инвестиције су, након раста у другој половини 2009. године, у првом тромесечју 2010. поново забележиле пад (–1,7% у поређењу с претходним тромесечјем, –22,5% мг.). То је био и кључни фактор ниског раста агрегатне тражње.

Смањење инвестиција одразило се на нижу активност у грађевинарству, производњу и увоз капиталних добара. Према нашој процени, вредност изведених грађевинских радова и даље реално опада. Иако је раст производње капиталних добара незнатно виши у односу на претходно тромесечје, забрињава повећање залиха капиталних производа.

Инвестиције у фиксне фондове још не показују знаке опоравка и у односу на претходно тромесечје су мање за 14,8%.

Производња и извоз интермедијарних производа, с друге стране, показују сада већ стабилан опоравак и раст.

Финансијски показатељи су и даље у извесној мери противуречни. Уочљива је тенденција преласка са страног на домаће финансирање (како страни инвеститори имају већу потребу за ликвидношћу код

Графикон IV.4.4. **Коришћење капацитета у индустрији**
(на бази десезонираних података)

Према оцени, коришћење капацитета у индустрији показује пад у првом тромесечју.

кође, а криза подиже и стопе домаће штедње), али је опоравак домаћег кредитирања неуједначен. Дугорочни кредити привреди су забележили успоренији раст, што се може довести у везу са њеним слабијим перформансама, посебно у станоградњи (раст ових кредита становништву није довољно добар индикатор стања у сектору

Табела IV.4.1. **Индикатори кретања инвестиција**
(стопе раста у %)

	I 2009. / I 2008.	II 2009. / II 2008.	III 2009. / III 2008.	IV 2009. / IV 2008.	I 2010. / I 2009.
Реални показатељи					
Грађевинарство	-14,0	-16,6	-18,4	-19,6	-15,3
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-29,8	-22,3	-22,1	-12,9	1,8
Извоз капиталних производа**	-15,7	-16,9	-29,2	-19,5	-9,2
Увоз капиталних производа**	-19,2	-23,7	-12,8	-7,7	-15,7
Залихе капиталних производа	-17,7	-20,5	-17,8	-10,5	4,4
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-34,7	-34,2	-18,6	3,3	11,6
Извоз интермедијарних производа**	-46,1	-49,2	-42,8	-3,1	37,1
Увоз интермедијарних производа**	-21,0	-19,5	-10,1	-0,1	10,0
Залихе интермедијарних производа	0,0	-4,2	-5,3	-3,4	-1,9
Инвестициона потрошња државе**	25,7	-19,7	-20,4	-21,3	-31,8
		2009.			2010.
Финансијски показатељи	I	II	III	IV	I
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), у млн EUR	-160,2	-226,0	-114,0	-35,4	-77,0
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди, у млрд динара	55,9	2,3	8,8	-1,8	32,5
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди, у млрд динара	18,6	3,4	10,7	35,4	16,1
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву, у млрд динара	12,7	-5,8	4,1	21,0	23,8

* Процена НБС.

** Увоз је дефлациониран индексом цена произвођача индустријских производа у Немачкој; извоз је дефлациониран извозним ценама капиталних производа; инвестициона потрошња државе је дефлационирана индексом цена произвођача индустријских производа.

резиденцијалног грађевинарства, будући да се добар део ових кредита односи на секундарну трговину некретнинама).

Капитална улагања државе су у првом тромесечју такође забележила знатан пад (–31,8% мг.). То је последица њихове уобичајено изразито успорене реализације на почетку године. У наредном периоду очекујемо убрзанију реализацију капиталних улагања, будући да план буџета за ову годину предвиђа раст инвестиција од најмање 20%.

Циклична компонента продуктивности рада у индустрији, као индикатор оцене искоришћености капацитета у индустрији, показује пад у првом тромесечју у односу на претходно.

И даље очекујемо да инвестиције, поред извесног побољшања извозне тражње, буду основни фактор опоравка привреде у 2010. години.

Нето екстерна тражња

У првом тромесечју, нето екстерна тражња је дала позитиван допринос кретању БДП-а, захваљујући расту извоза и стагнацији увоза. Увозна инфлација је наставила раст започет у претходном тромесечју.

Према десезонираним подацима, извоз је у односу на претходно тромесечје забележио раст, док је увоз стагнирао, што је допринело расту БДП-а, али у малој мери. Дакле, допринос нето извоза је био позитиван и, према нашој процени, износио је 0,1 п.п. Стагнација увоза је конзистентна с процењеним падом инвестиционе активности, као и са, и надаље, ниском личном потрошњом.

На међугодишњем нивоу, према нашој процени, нето извоз и даље највише доприноси расту БДП-а, и то са 6,1 п.п. Извоз робе је према међугодишњим подацима у првом тромесечју остварио раст, док је увоз ублажио пад у односу на претходно тромесечје (са 18,6% на 4,8%). Раст робног извоза је забележен по први пут од последњег тромесечја 2008. године и износио је 13,9% међугодишње. Таква кретања су за резултат имала смањење дефицита робне размене у првом тромесечју за 21,4% међугодишње.

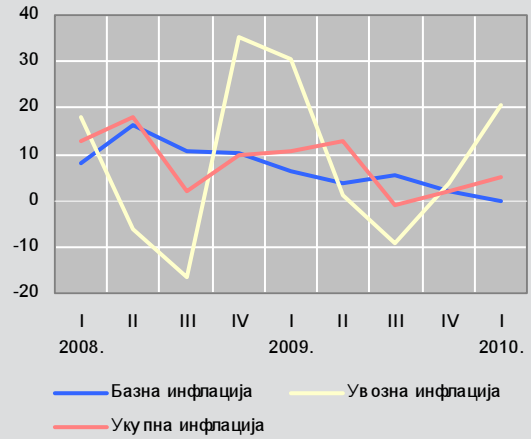
Расту извоза највише су допринели извоз гвожђа и челика и обојених метала, што је било праћено повећаном производњом у овој области. Увоз капиталних добара је и даље у знатном међугодишњем паду и представља један од индикатора смањеног обима инвестиција у фиксне фондове.

Раст извоза охрабрује, а он се дугује пре свега повећању извоза у Европску унију. Повећање извоза

Графикон IV.4.5. **Извоз и увоз робе**
(у млн EUR)

Дефицит робне размене у првом тромесечју је благо смањен у односу на претходно, захваљујући расту извоза.

Графикон IV.4.6. **Домаћа и увозна инфлација**
(тромесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и *Eurostat*.

Увозна инфлација је у првом тромесечју убрзала раст, као последица депресијације номиналног ефективног курса.

је у складу с регистрованим повећањем извозних цена произвођача индустријских производа у првом тромесечју, иако треба напоменути да су исте цене на домаћем тржишту остварилe нешто виши раст због депресијације динара. Увозна инфлација[6] је порасла у односу на претходно тромесечје и на годишњем нивоу је износила 20,6%. Наставак раста увозне инфлације резултат је депресијације номиналног ефективног курса динара. Ипак, раст увозне инфлације се ни у првом тромесечју није одразио на кретање базне инфлације, која је износила 0%.

Цена нафте је осцилирала – пад из јануара замењен је растом у фебруару и марту. Он се може приписати наставку глобалног економског опоравка и опоравку тражње за нафтом у 2010, након две узастопне године опадања тражње. Крајем тромесечја, цена нафте је прешла 80 долара по барелу, под утицајем договора чланица зоне евра око финансијског пакета за Грчку. Тражња за нафтом ове године биће у осетном порасту, нарочито када су у питању Кина, Индија и земље Блиског истока. Очекује се да ће се просечна цена нафте у 2010. кретати у распону од 75 до 80 долара по барелу. Превисока цена нафте би иначе могла да угрози крхки глобални опоравак. Ипак, треба имати у виду да стимулативне мере влада имају ограничено дејство, па би, након њиховог укидања, могло доћи до смањења тражње за нафтом и пада њене цене крајем 2010. и почетком 2011. године.

Средином јануара цене примарних пољопривредних производа (пре свега кукуруза и пшенице) забележиле су пад на светском тржишту. Цена кукуруза је пала као последица смањене тражње, али и повољног стања усева великих прозвођача кукуруза на јужној хемисфери (Бразил, Јужна Африка), које је повећало прогнозирану светску производњу. Након што је цена пшенице у последњем тромесечју 2009. године порасла због неизвесности у погледу будуће производње у земљама које су највећи глобални произвођачи (ЕУ, САД, Русија), повољни извештаји о стању пшенице у смислу засејаних површина и временских услова утицали су на пад њене цене

Графикон IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра

Извор: *Bloomberg.*

Након пада током јануара 2010, у преосталом делу првог тромесечја цена нафте има узлазни тренд. Слично се кретала и цена бакра, с тим што је њен раст био нешто бржи.

почетком 2010. Паду доларских цена пољопривредних производа допринело је и јачање долара у односу на евро од почетка године.

Са изласком светске економије из кризе очекује се раст цена примарних пољопривредних производа по основу веће тражње, нарочито у земљама у развоју с високом популацијом (Кина, Индија).

Цена бакра, за Србију најзначајнијег обојеног метала, у првом тромесечју има тренд кретања сличан цени нафте – дакле, пад у јануару и пораст у фебруару и марту. Цена бакра крајем тромесечја приближила се нивоу од 8.000 долара за тону, што је на нивоу с почетка 2008. Узрок осетног раста цене бакра је наставак високе тражње из Кине, највећег увозника, и очекивање даљег опоравка глобалне привреде. Предвиђа се да ће се раст тражње за бакром наставити и у наредном периоду.

[6] Увозна инфлација представља резултат промене номиналног ефективног курса динара (пондери: евро 0,8, долар 0,2) и цена у зони евра и у САД.

5. Економска активност

Према нашој процени, економска активност је у првом тромесечју забележила благ раст – у односу на претходно тромесечје БДП је порастао за 0,9%. У односу на исто тромесечје претходне године, први пут од почетка кризе БДП је виши за 1%. Негативан производни јаз је продубљен.

Опоравак економске активности, започет током трећег тромесечја 2009, у току четвртог тромесечја је успорен. Према подацима званичне статистике, економска активност је у четвртом тромесечју забележила десезонирани пад од 0,4%, док је непољопривредна додата вредност (према десезонираним подацима, по нашој процени) остварила тромесечни раст од 0,3%. Међугодишње посматрано, пад БДП-а је износио 1,6%, а непољопривредне додате вредности 2,0%, што је нешто више од очекиваног пада. Процењени пад БДП-а у 2009. години од 3,0% незнатно је виши од наших очекивања, али ипак знатно мањи у поређењу са земљама у окружењу.

У првом тромесечју 2010. године, економска активност је, према десезонираним подацима, благо порасла. БДП је остварио раст од 0,9%, док је непољопривредна додата вредност стагнирала (– 0,1%).

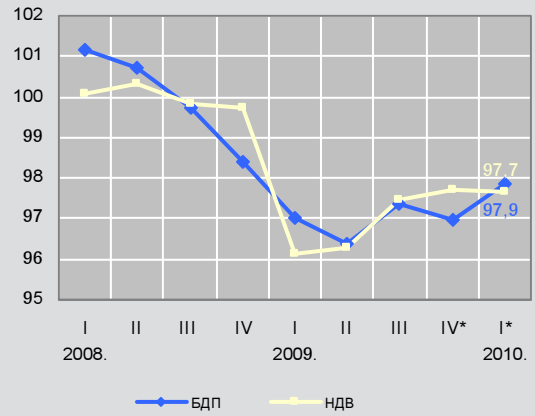
Укупна индустријска производња бележи тромесечни раст (1,9%), пре свега захваљујући расту активности у сектору вађења руда и камена. Међутим, прерађивачка индустрија је забележила тромесечни пад од 0,2%, што је у највећој мери последица пада у областима производње кокса и деривата нафте (8,2%), производње производа од гуме и пластике (12,1%), као и пада производње основних метала (13,4%). Посматрано по намени, највећи тромесечни пад бележи производња капиталних производа (2,0%), док производња трајних производа за широку потрошњу показује највећи раст (3,6%) у односу на претходно тромесечје.

Графикон IV.5.1. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)

* Процена НБС.

У првом тромесечју се очекује благ међугодишњи раст БДП-а.

Графикон IV.5.2. **Раст индикатора економске активности**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



* Процена НБС.

Скоро све секторе карактерише благ раст, што се одражава и на кретање БДП-а.

Према нашим проценама, пад грађевинске активности је настављен (1,7%). То је било последица, између осталог, и смањења инвестиционе потрошње државе.

Пад промета у оквиру сектора трговине је такође настављен (1,6%), што се може приписати и даље слабој куповној моћи становништва.

Међугодишње посматрано, БДП је у првом тромесечју остварио известан раст (1%), добрим делом по основу ниске прошлогодишње базе. Највећи допринос том расту (0,5 п.п.) дао је раст прерађивачке индустрије (4,1%), захваљујући којој је, након више од годину дана, укупна индустријска производња остварила међугодишњи раст (3,0%). У оквиру прерађивачке индустрије, највећи допринос међугодишњем расту дали су производња основних метала (2,7 п.п.) и производња хемикалија и хемијских производа (0,5 п.п.). С друге стране, највећи негативан допринос потиче од производње кокса и деривата нафте, као и од производње дуванских прерађевина. Индустријска производња према намени показује незнатан раст у производњи капиталних производа, што може бити сигнал и даље ниске инвестиционе активности. Ипак, производња интермедијарних производа показује међугодишњи раст од 11,6%.

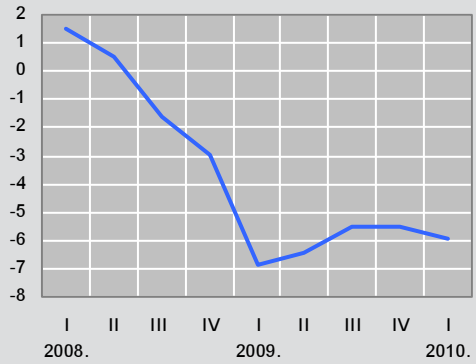
Пад активности је забележен такође у секторима трговине на велико и мало (5,7% мг.) и грађевинске активности (15,3% мг.). Пад грађевинске активности је у највећој мери био последица пада производње у области производа од неметалних минерала (9,4% мг.), али и пада инвестиционе потрошње државе (пад капиталних расхода од 31,8% мг.).

Економска активност мерена непољопривредном додатом вредношћу показује да се негативан производни јаз продубљује. Такво кретање сугерише да се дезинфлаторни притисци настављају због и даље ниске агрегатне тражње.

Графикон IV.5.3. **Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало**
(међугодишње стопе, у %)

Међугодишњи пад трговине на мало је успорен, док индустријска производња бележи раст због ниске прошлогодишње базе.

Графикон IV.5.4. **Производни јаз***
(процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС.

Иако економска активност бележи благ раст у првом тромесечју, негативни производни јаз се продубљује.

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Укупне зараде су у првом тромесечју забележиле раст и у номиналном и реалном изразу у односу на претходно. При том је раст зарада у јавном сектору био нижи од раста зарада у приватном сектору.

У првом тромесечју укупне зараде су остварилe раст у односу на претходно. Десезонирано посматрано, оне су номинално порасле за 3,5%. Први пут након годину дана укупне зараде су и реално порасле (за 2,8%).

Према оригиналним подацима, просечна нето зарада у првом тромесечју је износила 321 евро, што представља пад од 8,7% у односу на претходно. Томе је допринео пре свега сезонски висок номинални раст зарада у претходном тромесечју.

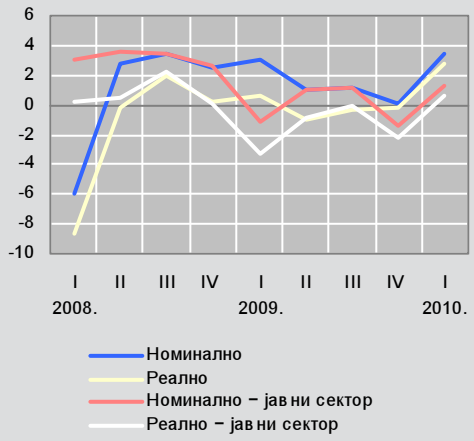
Према десезонираним подацима, већина делатности бележи раст зарада, осим финансијског сектора и пољопривреде где су зараде опале у односу на претходно тромесечје. Највећи раст зарада остварен је у сектору трговине. Поред тога, и сектори грађевинарства и пословање с некретнинама су исказали значајан тромесечни раст.

Зараде у јавном сектору су оствариле знатно нижи и номинални (1,3%) и реални раст (0,6%).

Према десезонираним подацима, јединични трошкови рада у индустрији су у односу на претходно тромесечје забележили благ раст – због раста бруто реалних зарада у индустрији и пада продуктивности. Раст јединичних трошкова у прерађивачкој индустрији је нешто виши од просека у укупној индустрији, због већег пада продуктивности у прерађивачкој индустрији.

Раст зарада у првом тромесечју у односу на претходно допринео је успоравању тромесечног пада потрошње домаћинстава у посматраном периоду.

Графикон IV.6.1. **Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Реалне зараде у јавном сектору су знатно спорије расле од укупних зарада.

Графикон IV.6.2. **Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)

Раст бруто реалних зарада и пад продуктивности резултирали су растом јединичних трошкова рада у индустрији.

Запосленост

У првом тромесечју је забележен даљи раст броја незапослених, као и даљи пад формалне запослености.

Услови на тржишту рада настављају да се погоршавају. Према подацима анкете РАД званичне статистике, у првом тромесечју је забележен даљи пад формалне запослености. Пад запослености био је у највећој мери последица смањења броја запослених код правних лица.

Смањење запослености код правних лица, посматрано по секторима, било је највеће у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и сектору саобраћаја, складиштења и веза. Запосленост је повећана у пословима с некретнинама и у трговини. Кад је реч о јавном сектору, образовање бележи раст запослених, а остале делатности пад, при чему је највећи пад био код комуналних услуга. Благ пад запослености је евидентиран и код локалних јавних предузећа.

Потпунију слику о броју запослених имаћемо тек када буду расположиви подаци Анкете о радној снази.

Број незапослених лица је током јануара и фебруара повећан. Према евиденцији Националне службе за запошљавање, број незапослених лица у фебруару је повећан за 5,1% у односу на крај претходне године. Регистровано је 767.000 незапослених, што је приближно нивоу забележеном у првој половини 2008. године.

Погоршање услова на тржишту рада је у извесној мери ублажено програмима запошљавања младих приправника и програмима јавних радова, који би требало да буду настављени у овој години.

Број новопријављених лица на евиденцији Националне службе за запошљавање је повећан у фебруару за 8,5% у односу на крај претходне године, а број лица која први пут траже запослење за 4,1%.

Графикон IV.6.3. **Незапосленост**

Извори: Национална служба за запошљавање и РСЗ.

У првом тромесечју је настављен раст броја незапослених.

7. Међународно окружење

Светска привреда се опоравља од последица кризе, али неравномерно по регионима. Мере за стимулисање тражње биће највероватније повучене током 2010, при чему ће монетарна политика остати експанзивна. Привредни раст у земљама најзначајнијим сољнотрговинским партнерима Србије је још слаб.

Ако се занемаре фискалне дубиозе периферних чланица зоне евра и страховање инвеститора да се "грчки сценарио" не понови у некој другој земљи, економске вести су у овом тренутку углавном позитивне. Очекује се да се у првом тромесечју 2010. године опоравак светске привреде, започет у другом полугодишту 2009, настави, с тим што ће и даље бити

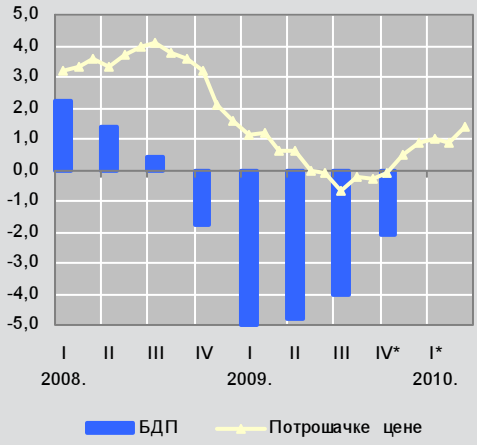
неравномеран по регионима. То значи снажан раст у Кини и на азијским тржиштима у експанзији, раст умереног интензитета на северноамеричком континтенту и врло слаб у зони евра, и то упркос знатном слабљењу евра.

Захваљујући ефекту ванредних мера економске политике на глобалном нивоу у последњих 18 месеци и координираном наступу влада и централних банака, који је обухватио мере од финансијске подршке посрнулим банкама, преко стимулативних фискалних пакета па до ултраекспанзивне монетарне политике, светска привреда је избегла сценарио депресије. Ипак, проблем је у томе што ће током 2010. године највероватније већина мера подршке тражњи морати да буде повучена, и то баш у тренутку када се неке европске земље суочавају с болним буџетским резовима и сваки подстицај би им добродошао да одрже ниво привредног раста. И земље које имају задовољавајуће стање јавних финансија почетак опоравка дугују управо тим мерама и због тога је динамика излазне стратегије најделикатније питање с којим ће се развијене привреде суочавати током ове године.

Иако је привреда САД исказала велику флексибилност, одрживост њеног опоравка могла би бити доведена у питање након повлачења неконвенционалних мера монетарне политике и исцрпљивања ефеката владиног стимулативног пакета. Због тога се очекује да ФЕД током целе 2010. године референтну стопу задржи на постојећем нивоу. Очекује се да висока незапосленост, пооштрени услови кредитирања и губици повезани с падом цена некретнина и акција утичу на смањење потрошње становништва. Ипак, у 2010. години се очекује раст БДП-а од 3,1%, дакле знатно више него у осталим развијеним регионима.

У зони евра, региону с којим Србија остварује највећи обим спољнотрговинске размене, привредни опоравак у 2010. вероватно ће бити слаб и праћен потешкоћама. Банке се још суочавају с ризицима ненаплативих потраживања и изложености према источној Европи. Протекла два месеца владала је велика неизвесност да ли ће се чланице зоне евра договорити око финансијског пакета за Грчку. Недавним постизањем сагласности у погледу услова финансијске подршке та

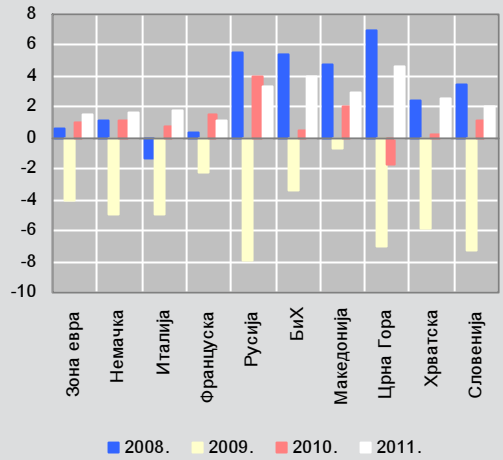
Графикон IV.7.1. **БДП и инфлација у зони евра**
(међугодишње стопе раста)



* Процена.
Извор: *EUROSTAT*.

Раст инфлације, започет у претходном тромесечју, убрзан је у првом тромесечју 2010. пре свега због раста цене нафте. У првом тромесечју се очекује наставак успоравања пада привредне активности.

Графикон IV.7.2. **Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције**
(у %)



Извор: *IMF, WEO, April 2010.*

У 2010. години ће доћи до благог опоравка БДП-а посматраних земаља, али недовољног за већи пораст извоза Србије.

неизвесност је привремено отклоњена, али не и сумња да ће Грчка моћи на дужи рок да измирује доспеле обавезе. Истовремено, грчка дужничка криза је изазвала и забринутост на тржиштима у вези с кредитном способношћу још неких чланица зоне евра, као и њене стабилности у целини. У овом региону очекује се раст од свега 1% у 2010, а много боље неће бити ни у 2011. години. Због очекивања успореног опоравка зоне евра, извесно је да Европска централна банка референтну стопу неће подизати током 2010. године, али ће и она, слично ФЕД-у, раније предузете неконвенционалне мере монетарне политике постепено повлачити.

Тржишта у успону се опорављају знатно брже него већина развијених земаља. Земље са азијског континента, предвођене Кином, носиоци су глобалног економског опоравка. То се може делом захвалити снажним стимулативним програмима, али пре свега и чињеници да су њихове економије глобалну кризу дочекале у релативно добром стању. Изузетак је Јапан, чија привреда трпи обновљене дефлаторне притиске, који дестимулишу потрошњу и инвестиције, као и нова задуживања.

За разлику од региона Азије, земље источне Европе се опорављају успореније, с тим што су пословна клима и склоност ка потрошњи још на ниском нивоу. У земљама источне Европе финансијска криза је оставила озбиљне последице и смањила потенцијал за раст. Стране директне инвестиције су знатно мање, а проблеми могу настати са финансирањем буџетских расхода. У овом региону предвиђа се раст од свега 2,8% у 2010. и 3,4% у 2011. години.

У складу с предвиђањима привредног раста, очекује се да монетарне политике централних банака остану експанзивне. Показало се да још има простора за снижавање референтне стопе, па су у првом тромесечју 2010. године централне банке земаља код којих још нема знакова стабилизације привредног раста (Мађарска и Румунија) референтне стопе снизиле. У наредном периоду, референтне стопе би могле остати непромењене или се додатно снижавати. Монетарна политика је и у региону источне Европе флексибилна и усмерена да подстакне привредни развој. Због тога ће централне банке у региону вероватно настојати да што више одложе почетак повећавања референтних стопа.

Кретање девизних курсева у последњих неколико месеци било је под великим утицајем неизвесности око одрживости јавног дуга периферних земаља зоне евра. У том периоду курс евра је ослабио у односу на долар, највећим делом као последица могућности ширења грчке дужничке кризе на друге земље зоне евра с лошим стањем јавних финансија. Од новембра 2009. до краја првог тромесечја 2010. године евро је ослабио према долару за 8%. Страховање од доцње или неизмирења дужничких обавеза могло би и у наредном периоду бити узрок нестабилности на девизним тржиштима. У вези с даљим кретањем девизних курсева треба имати у виду осетну разлику у стопама привредног опоравка САД и зоне евра у четвртом тромесечју 2009, која би требало да се настави и у првом тромесечју 2010. Значајан утицај на однос девизних курсева може имати и неповерење тржишних учесника у реализацију мера буџетске штедње од стране грчке владе и преливање ефеката грчке кризе на остале чланице зоне евра.

V. Пројекција инфлације

Након подбацивања доње границе циља у првој половини 2010, очекујемо да се инфлација у другој половини године постепено врати у границе циља. На то ће пресудно утицати слабљење динара у претходном периоду и заустављање пада цена хране. С друге стране, ниска агрегатна тражња, уз замрзавање пензија и зарада у јавном сектору, ограничиће њен даљи раст. У наредном периоду очекујемо умерен раст економске активности, као резултат опоравка иностране тражње и реалне депресијације динара из претходног периода. Простор за даље снижење референтне стопе још увек постоји, али ће оно бити спорије него у претходном периоду.

Циљ средњорочне пројекције је да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација у средњем року буде у границама циља са дозвољеним одступањем, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога.

Почетни услови

Инфлација се у првом тромесечју 2010. године кретала испод доње границе циља. Тромесечни раст потрошачких цена био је у потпуности одређен растом регулисаних цена (пре свега, електричне енергије и цигарета) и сезонским поскупљењем пољопривредних производа.

С друге стране, цене које се формирају слободно, на тржишту, стагнирале су. Нулта базна инфлација била је резултат супротног кретања њене две компоненте. Док су цене прехрамбених производа, супротно нашим очекивањима, убрзале пад, базна инфлација по искључењу хране била је виша него у претходном тромесечју. Ово последње је делимично последица раста увозних цена због депресијације динара крајем 2009. и почетком 2010, мада је упадљиво да је, због ниске агрегатне тражње, пренос од курса на цене био веома низак.

Спорији раст домаћих цена од увозних утицао је на пад маргиналних профита нето увозника, тј. на проширење депресијацијског јаза. Настојање ових

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**

	2010.	2011.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (4. тромесечје на 4. тромесечје)	1,2%	1,5%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1%	2%
Раст БДП-а у зони евра	1,2%	1,5%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	86	95
Интерне претпоставке		
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	9,3%	8,0%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	8,0%	8,0%
Трендови		
Апресијацијски тренд реалног курса (просек)	2,4%	2,9%
Тренд реалне камате (просек)	4,2%	3,9%

предузећа да маргиналне профите повећају могло би на средњи рок да буде главни инфлаторни фактор.

Насупрот томе делује ниска агрегатна тражња, која је на средњи рок и даље кључни дезинфлаторни фактор. Томе у великој мери доприноси замрзавање пензија и зарада у јавном сектору. Производни јаз, као мера тражње, у првом тромесечју је био чак и више изражен него у претходном тромесечју.

Економска активност је, након стагнације у четвртом тромесечју 2009, у првом 2010. остварила благи раст, мада излазак из рецесије неће бити брз. Брзина опоравка у наредном периоду ће у великој мери зависити од кретања у Европској унији, нашем главном спољнотрговинском партнеру. Иако, према прелиминарним проценама, већ треће тромесечје заредом Европска унија бележи позитивне стопе раста, опоравак у овој години ће бити умерен.

Проширење депресијацијског јаза у првом тромесечју 2010. утицало је да карактер монетарне политике буде експанзивнији него у претходном тромесечју. У супротном правцу деловало је кретање реалне двонедељне каматне стопе на међубанкарском тржишту, која је, упркос мартовском снижењу референтне стопе са 9,5% на 9%, била у порасту као резултат пада инфлаторних очекивања.

Монетарни одбор Народне банке Србије је у априлу и мају, процењујући да преовлађују дезинфлаторни притисци, наставио са снижавањем референтне стопе – са 9,0% на 8,0%.

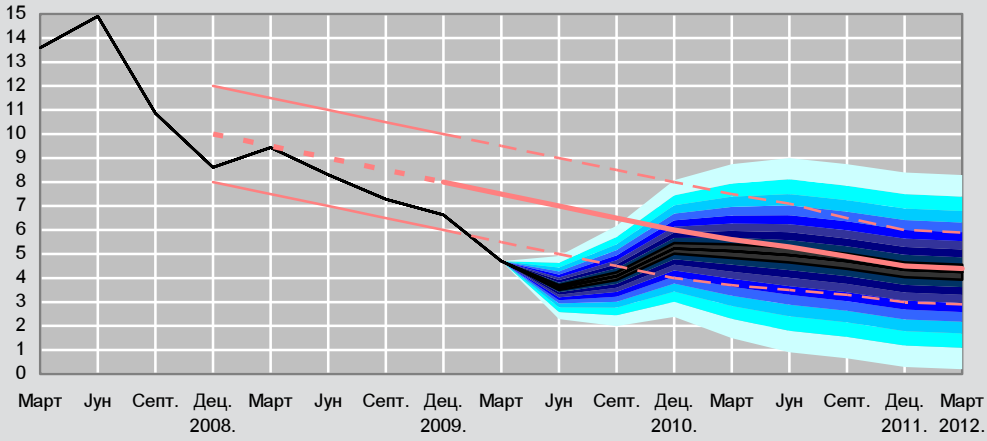
Претпоставке пројекције

С обзиром на раст од почетка године и најаве будућих корекција, регулисане цене би требало ове године да се крећу у оквиру планираног раста од 9 ± 2%. Претпоставка пројекције је да ће се и у 2011. држава придржавати плана о расту регулисаних цена (7 ± 2%).

Будући да су цене пољопривредних производа тренутно на веома ниском нивоу, у наредне две године очекујемо њихов бржи раст од осталих цена.

И поред недавног слабљења динара, мишљења смо да нема озбиљних разлога да у наредном (средњорочном) периоду очекујемо депресијацијски тренд реалног курса. Напротив, с постепеним јењавањем кризе, очекујемо поновно убрзање тренда ценовне конвергенције ка зони евра, тј. реалне апресијације динара према евру. То би, уз пад премије ризика, требало да резултира падом тренда реалне камате.

Графикон V.0.1. **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Након подбацивања доње границе у првој половини 2010, очекујемо да се инфлација у другој половини године постепено врати у границе дозвољеног одступања од циља, где ће се кретати и у току наредне године.

Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

Када је реч о екстерним претпоставкама, привредна активност у зони евра би у наредном периоду требало да оствари известан опоравак. То би, уз раст инфлације, створило услове да Европска централна банка своју основну стопу умерено повиси, али не пре 2011. године. Светске цене нафте би, у складу с растом светске економије и тражње, у наредном периоду требало да имају умерен раст.

Пројекција инфлације

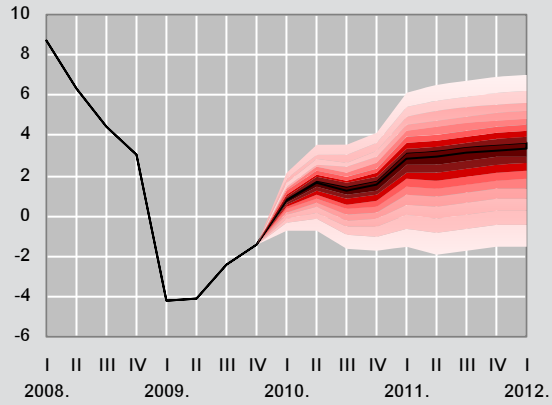
Инфлација ће се у другој половини године, након подбацивања доње границе у првој половини, постепено вратити у границе дозвољеног одступања од циља, где ће се кретати и у току наредне године.

У другом тромесечју очекујемо да ће потрошачке цене имати раст приближан расту из првог тромесечја, али нижи него у другом тромесечју 2009. године, што ће допринети даљем паду међугодишње инфлације и њеном удаљавању од доње границе циља. Раст потрошачких цена у другом тромесечју ће готово подједнако бити опредељен сезонским поскупљењем пољопривредних производа, затим растом цена које се формирају слободно и корекцијама регулисаних цена.

Од другог тромесечја, насупрот претходном периоду, цене индустријско-прехрамбених производа не би требало да делују дезинфлаторно, што ће у кратком року бити главни фактор раста базне инфлације. Поред тога, у кратком року можемо очекивати одређени пораст цена по основу депресијације динара, тј. раста увозне инфлације из претходног периода, мада, због и даље веома ниске тражње, поскупљења могу бити само умерена. Извесна поскупљења могу се очекивати по основу трошковног ефекта раста цена енергената и увођења еколошке таксе на техничку робу.

На средњи рок, пад маргиналних профита нето увозника (произвођача и трговаца), тј. проширење депресијацијског јаза крајем 2009. и почетком 2010. године, могао би да буде главни инфлаторни фактор. Враћање маргиналних профита на претходни ниво ова предузећа могла би у средњем року да остваре било

Графикон V.0.2. **Пројекција раста бруто домаћег производа**
(међугодишње стопе, у %)



У 2010. години раст БДП-а ће и даље бити скроман (око 1,5%), док се знатније убрзање привредног раста може очекивати тек у току 2011. године (око 3,0%).

кроз поскупљење својих производа, када се за то стекну услови, било тако што на евентуално будуће јачање динара неће одговорити појефтињењем својих производа у истој мери.

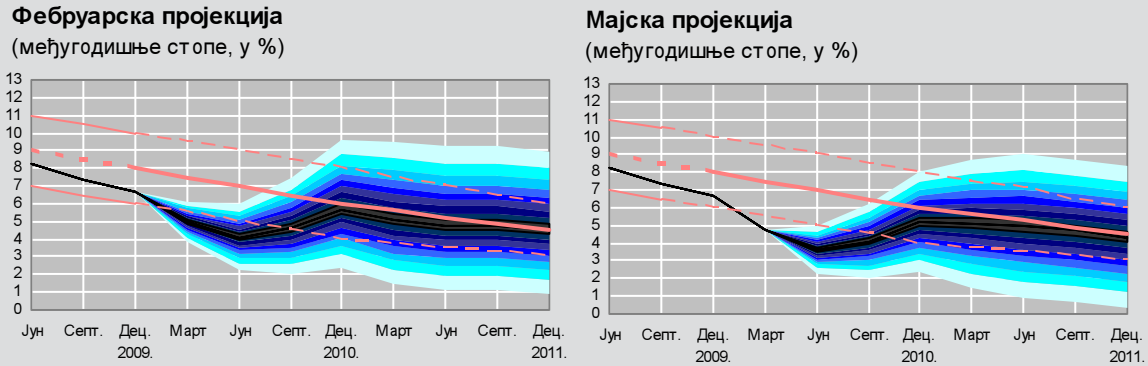
Међутим, због веома ниске тражње, знатнији ценовни раст ни у наредном периоду неће бити могућ. Ипак, негативан производни јаз (индикатор ниске тражње) смањиваће се постепено, као резултат реалне депресијације динара из претходног периода и опоравка светске економије. У сваком случају, са стране тражње и у току ове године треба очекивати снажне дезинфлаторне притиске, чему ће у доброј мери допринети замрзавање пензија (до априла 2011) и зарада у јавном сектору (до краја 2010).

Супротстављено деловање ниске тражње и депресијацијског јаза, уз заустављање пада цена хране, пресудно ће утицати да се у средњем року инфлација креће око циља.

Кретање међугодишњих стопа инфлације у току 2010. године ће у великој мери зависити и од базе, тј. месечних стопа инфлације из истог периода претходне године[7]. Тако ће висока база условити пад

[7] Међугодишња инфлација је у једном месецу у паду ако је месечна стопа инфлације у том месецу нижа од одговарајуће стопе у истом месецу претходне године.

Графикон V.0.3. **Поређење текуће с претходном пројекцијом**



Мајска пројекција инфлације је нешто нижа у 2010, а приближно једнака пројекцији у 2011. години коју смо приказали у фебруарском Извештају о инфлацији. Ризици нове пројекције су, међутим, уједначенији, а распон пројекције мање асиметричан навише, с обзиром на то да смо ревидирали наниже инфлаторне ризике по основу цена хране.

међугодишње инфлације у другом тромесечју, а ниска база њен раст у другој половини године, и постепено враћање у границе дозвољеног одступања од циља.

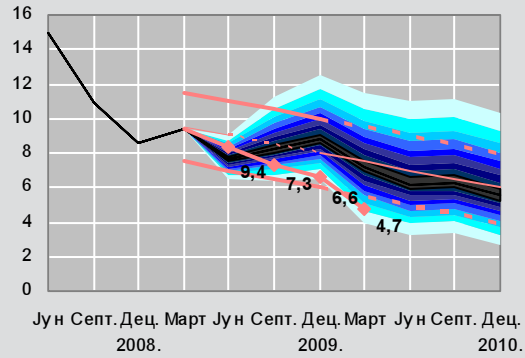
Економска активност би у наредном периоду требало да буде у умереном порасту. Депресијација динара у претходном периоду била је нарочито изражена према валутама земаља које су наши важни спољнотрговински партнери (земље зоне евра и ЦЕФТА), што би, уз економски опоравак у тим земљама, могло допринети расту извоза. Поред тога, слабљење динара у претходном периоду, тј. поскупљење увозних производа, подстаћи ће супституцију увоза домаћим (јефтинијим) производима. Ове године, међутим, раст БДП-а и даље ће бити скроман (око 1,5%), с обзиром на спор излазак светске привреде из рецесије и ниску домаћу тражњу, док се значајније убрзање привредног раста може очекивати тек у току 2011. године (3,0%).

С приказаном пројекцијом конзистентно је умерено смањење референтне каматне стопе у наредном периоду.

Ризици остварења пројекције

Најзначајнији ризици остварења нове пројекције тичу се кретања цена хране, премије ризика, преноса девизног курса на цене, као и брзине економског опоравка.

Графикон V.0.4. **Остварење пројекције из маја 2009.**
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација се у претходних годину дана кретала у оквиру распона који смо пројектовали у мају 2009, али у већем делу испод централне пројекције.

Цене хране имају значајно учешће у индексу потрошачких цена (38%) и стога у великој мери утичу на кретање укупне инфлације. Од друге половине 2008. цене хране су имале знатно дезинфлаторно дејство, као резултат две добре године у пољопривреди, пада светских цена пољопривредних производа и, последично, пада цена прерађене хране код нас. С обзиром на то да су тренутно на изразито ниском нивоу, постоји одређени ризик да се, због евентуално лошије

године у пољопривреди и/или раста цена пољопривредних производа на светском тржишту, ситуација преокрене и да цене хране у наредном периоду делују инфлаторно.

Мада се кретање премије ризика у претходном периоду стабилизовало, финансијска тржишта су још увек осетљива, па би због неког већег шока (какав је нпр. грчка дужничка криза) премија ризика могла, насупрот нашој пројекцији, да порасте. То би могло да проузрокује депресијацијске притиске на динар (тј. пораст увозних цена) и повећање каматних стопа, с последицама на кретање инфлације у наредном периоду.

У кратком року, неизвесно је и колико ће нето увозници бити у могућности да депресијацију динара из претходног периода, тј. повећане увозне цене, у условима ниске тражње, превале на крајњег потрошача. Поред тога, ризик пројекције се тиче и преноса од девизног курса на цене у средњем року. Наиме, с обзиром на пад маргиналних профита нето увозника у претходном периоду, неизвесно је колико ће они на евентуално будуће јачање динара одговорити снижењем цена, а колико повећањем својих маргиналних профита (нпр. задржавањем својих цена непромењеним).

Знатан степен неизвесности повезан је и с брзином изласка светске привреде из рецесије, која ће у великој мери одредити брзину привредног опоравка код нас и јачину (дез)инфлаторних притисака са стране тражње. Бржи економски опоравак би умањио дезинфлаторне притиске са стране тражње, а спорији их повећао у односу на пројекцију, што би имало импликације како на кретање инфлације, тако и на карактер монетарне политике у наредном периоду.

Поређење и остварење пројекција

У поређењу с пројекцијом из претходног Извештаја, нова пројекција инфлације незнатно је нижа у 2010, а приближно иста у 2011. години.

Нешто јачи дезинфлаторни притисци са стране тражње и већи пад цена хране у првом тромесечју основни су разлози због којих је нова пројекција у текућој години нешто нижа него претходна. С друге стране, то је делимично компензирано нешто попустљивијом монетарном политиком него у претходној пројекцији, па су у наредној години стопе инфлације приближно једнаке у обе пројекције.

Ризици нове пројекције су, међутим, уједначенији, а распон пројекције мање асиметричан навише, будући да смо у новој пројекцији ревидирали наниже инфлаторне ризике по основу цена хране.

У претходних годину дана инфлација се кретала у оквиру распона пројекције из маја 2009. Остварење инфлације је, међутим, од септембра 2009. било испод централне пројекције, као последица знатно већег пада цена пољопривредних производа у другој половини 2009. од сезонски очекиваног, што је за собом повукло надоле и цене индустријско--прехрамбених производа.

Очекивано кретање референтне камате стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 8,0%).

Простор за даље ублажавање монетарне политике још увек постоји с обзиром на снажне дезинфлаторне притиске по основу ниске агрегатне тражње, чему у великој мери доприносе и замрзавање пензија и зарада у јавном сектору.

Процес снижења референтне стопе, међутим, биће спорији него у претходном периоду, а могао би бити и потпуно заустављен, уколико се инфлаторни притисци по основу цена хране, премије ризика, преноса од курса на цене или агрегатне тражње испоставе јачим него што се очекивало.

Народна банка Србије ће стога и у наредном периоду кретање свих релевантних фактора инфлације пажљиво пратити и правовремено реаговати, ради одржавања инфлације у границама дозвољеног одступања од циља.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)										
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,2	4,1	4,7	3,9	6,2	9,0	7,4	5,5	9,6	9,9
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,0	223,5	336,3	425,0	385,9	717,3	729,8	336,4	464,5	475,5
Девизне резерве/БДП	10,3	13,6	16,4	16,4	24,3	38,7	33,5	24,4	34,9	34,2
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,0	10,3	10,9	12,5
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,8	7,0	9,0	16,5	17,7	23,5	33,9	34,0	39,1	42,8
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)										
Спољни дуг/БДП	98,3	67,2	62,7	54,4	64,3	63,9	61,8	65,2	75,0	76,2
Краткорочни дуг/БДП	9,1	6,1	4,9	3,9	6,3	5,4	4,6	7,3	7,5	7,2
Спољни дуг/извоз робе и услуга	468,2	344,6	282,2	231,4	245,1	214,2	204,8	214,6	268,8	270,0
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)										
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	300,3	393,4	463,2
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	140,6	190,4	201,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	60,2	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	84,3	83,9	71,5	75,3
МЕМОРАНДУМ:								(у		
милионима евра)										
БДП	12.821	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	30.385	6.885
Спољни дуг	12.609	10.768	10.857	10.355	13.064	14.884	17.789	21.800	22.787	23,278
Сервисирање спољног дуга	102	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	859
Девизне резерве централне банке	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	10.602	10.444
Краткорочни дуг	1.163	978	844	733	1.279	1.258	1.321	2.426	2.282	2.197
Биланс текућих трансакција	282	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-4.615	-6.089	-1.743	-725
				Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.	Дец. 2009.	
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ				Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB- /позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан	Standard & Poor's и Fitch: BB-стабилан	

Методолошка објашњења:

Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током тог периода.

Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга крајем посматраног периода.

Девизне резерве/БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП.

Отплата дуга/БДП (у %) – однос отплате дуга и БДП-а током посматраног периода.

Отплата дуга/извоз (у %) – однос отплате дуга и извоза робе и услуга током посматраног периода.

Дуг/БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а.

Дуг/извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга.

Девизне резерве/М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода.

(Извоз + увоз)/БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода.

Напомене:

1.Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. У публикацији ММФ-а International Financial Statistics од октобра 2006. појављује се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.

3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

5. БДП за 2010. годину је процена Народне банке Србије.

6. У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.
Реални раст БДП-а (у %)	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,0	1,0[1)]
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2)]	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	4,7
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)[2)]	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	4,1	2,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	10.602	10.444
Извоз (у млн евра)[3)]	2.693	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	2.007
- стопа раста у % у односу на претходну годину	20,7	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	8,0
Увоз (у млн евра)[3)]	-5.023	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-15.578	-17.878	-13.237	-3.177
- стопа раста у % у односу на претходну годину	32,3	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	30,1	14,8	-26,0	-5,5
Текући рачун платног биланса[4)]										
(у млн евра)	282	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-4.615	-6.089	-1.743	-725
у % БДП-а	2,2	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-16,0	-18,2	-5,7	-10,5
Незапосленост по Анкети (у %)[5)]	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	321,5
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)[6)]	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-3,4	-3,1
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-0,2	-1,8	-2,5	0,8	0,9	-1,9	-2,1	-2,0	-4,0	-3,2
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)[6)]	104,8	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,4	26,3	32,4	33,6
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,71	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	71,38
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	74,38
Курс динара према евру (просек у периоду)	59,78	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	98,67
Курс динара према евру (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	99,76
Меморандум										
БДП (у млн евра)	12.821	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	30.385[1)]	6.885[1)]

[1)] Процена НБС.
[2)] Цене на мало до 2006.
[3)] Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
[4)] У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
[5)] Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.
[6)] Извор: Билтен Министарства финансија РС.
Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Табела B
Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а

	2007.	2008.	2009. (процена)	2010. (прогноза)	2011. (пројекција)
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)					
Реални раст БДП-а	6,9	5,5	-2,9	2,0	3,0
Реални раст БДП-а искључујући пољопривреду	8,8	5,2	-3,4	2,0	3,1
Реална домаћа тражња (апсорпција)	11,5	6,3	-7,4	0,4	2,3
Потрошачке цене (просек)	6,5	12,4	8,1	4,8	4,8
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	6,6	6,0	4,5
Номиналне бруто зараде	21,9	17,8	4,1	4,8	6,7
Реалне нето зараде	19,9	4,9	-3,7	0,0	1,8
Државне финансије (у % БДП-а)					
Приходи	42,4	41,4	39,6	38,4	38
Расходи	44,2	44	43,7	42,5	41
Фискални резултат	-1,9	-2,6	-4,2	-4,1	-3
Јавни дуг	34,3	33,1	36,4	36	36,5
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)					
M1	25,3	-3,8	8,7	14,5	14,1
M3[1)]	44,5	9,6	21,8	10,7	13,6
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35	15,9	16,0	23,2
Платни биланс (у % БДП-а)					
Текући биланс	-15,5	-17,1	-5,7	-8,5	-9,1
Извоз робе	21,6	22	19,4	19,8	21,9
Увоз робе	44,1	44,6	34,9	34,5	36,9
Трговински биланс	-22,5	-22,3	-15,5	-14,7	-15,0
Капитални и финансијски биланс	17,9	12,4	11,7	4,2	4,4
Спољни дуг	60,2	63,6	76,0	79,5	77,1
од тога: приватни спољни дуг	39,5	45	51,7	48,5	45,6
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,2	10,6	11,3	10,2
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена, у %; + указује на апресијацију)	7,2	6,4	-7,1	-0,3	1,8

[1)] Искључујући стару девизну штедњу.

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1. Индекс монетарних услова 9
II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд 10
II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд 10

III.0.1. Кретање цена (тромесечни раст) 11
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст) 11
III.0.3. Базна инфлација по компонентама 12
III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена 12
III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину 13
III.06. Краткорочна пројекција инфлације 14

IV.1.1. Кретање каматних стопа 15
IV.1.2. Ликвидност банака и распон каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе 16
IV.1.3. Извршне стопе на трезорске записе и стање портфеља 16
IV.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака 16
IV.1.5. Структура М3 17
IV.1.6. Допринос расту М3 17
IV.1.7. Доприноси расту пласмана банака 18
IV.1.8. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству 19
IV.1.9. Структура кредита одобрених становништву 19

IV.2.1. Кретање курса динара и двонедељне репо стопе 22
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евру 22
IV.2.3. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама 23
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евру 23
IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 26
IV.2.6. Структура финансијског биланса 26

IV.3.1. Индекс BELEX 15 27
IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу 27

IV.4.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а 28
IV.4.2. Раст БДП-а и домаће тражње 28
IV.4.3. Јавна потрошња 29
IV.4.4. Коришћење капацитета у индустрији 33
IV.4.5. Извоз и увоз робе 34
IV.4.6. Домаћа и увозна инфлација 34
IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра 35

IV.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а 36
IV.5.2. Раст индикатора економске активности 36
IV.5.3. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало 37
IV.5.4. Производни јаз 37

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор 38
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 38
IV.6.3. Незапосленост 39

IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра 40
IV.7.2. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције 40

V.0.1. Пројектована инфлација 44
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа 45
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом 46
V.0.4. Остварење пројекције из маја 2009. 46

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена 12
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама 12
III.0.3. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју 14

IV.1.1. Субвенционисани кредити 19

IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција 33

V.0.1. Претпоставке пројекције 43

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 48
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 49
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 49

Извор података: Народна банка Србије и Републички завод за статистику, ако друкчије није наведено.

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2010.

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
Одржане седнице		
12. јануар	9,5	0
21. јануар	9,5	0
4. фебруар	9,5	0
22. фебруар	9,5	0
5. март	9,5	0
23. март	9	-50
8. април	8,5	-50
20. април	8,5	0
11. мај	8	-50
Планиране седнице		
10. мај		
20. мај		
4. јун		
22. јун		
6. јул		
20. јул		
5. август		
19. август		
7. септембар		
21. септембар		
7. октобар		
21. октобар		
5. новембар		
19. новембар		
7. децембар		
21. децембар		

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 22. 2. 2010.

Након разматрања текућих економских кретања на данашњој седници, Монетарни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5 одсто.

Монетарни одбор је усвојио и Извештај о инфлацији – фебруар 2010. године.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 5. марта 2010. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 5. 3. 2010.

Монетарни одбор је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на неизмењеном нивоу од 9,5 одсто. Монетарни одбор позитивно оцењује остварење инфлационог циља и с наставком тих тенденција може се очекивати релаксација монетарне политике.

Монетарни одбор је усвојио и нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, чији је основни циљ унификација стопе обавезне резерве и њено знатно смањење, како на динарску тако и на девизну основицу. Један од кључних разлога за доношење нове одлуке јесте то што је постојећи систем обавезне резерве постао нетраснспарентан и компликован због великог броја изузетака и умањења који су узроковали велико одступање ефективне стопе обавезне резерве од прописаних стопа. Нова одлука о обавезној резерви банака треба инструменту обавезне резерве да поврати основну улогу у вођењу монетарне политике.

Новом одлуком измењена је и проширена основица за обрачун обавезне резерве, пошто је смањен број изузетака на које се не обрачунава девизна обавезна резерва и истовремено су знатно смањене стопе обавезне резерве – на динарску основицу на пет одсто с постојећих десет, а на девизну основицу на свега 25 одсто с постојећих 40, односно 45 одсто. Одлука је конципирана тако да се усклађивање с новоутврђеном стопом обавезне резерве на девизне депозите врши постепено, у току 2010. године, а да се евентуални преостали износ више издвојене обавезне резерве банака враћа банкама у три месечне рате, почев од фебруара 2011. године. Дакле, нови модел обрачуна обавезне резерве предвиђа прелазни временски период од годину дана. При томе, према новој одлуци, опредељење Народне банке Србије је да се усклађивање с новом стопом врши кроз додатно стимулисање активности банака, и то како на страни прикупљања депозита и додатног задуживања у иностранству тако и на активној страни кроз кредитну активност банака.

Имајући у виду све предности новог модела који обезбеђује унифицирање стопа обавезне резерве, поједностављење самог обрачуна обавезне резерве уз уважавање макроекономских аспеката, и враћање ефикасности обавезне резерве као инструмента монетарне политике, Монетарни одбор је на данашњој седници усвојио нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која ће ступити на снагу 18. марта 2010. године.

На данашњој седници Монетарни одбор је усвојио и измене Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље, која је усклађена с новом Одлуком о обавезној резерви и којом су задржане погодности за банке потписнице Програма подршке финансијској стабилности земље. Истовремено, у складу са закључцима састанка Иницијативе за координацију европских банака одржаном у Бечу 26. фебруара ове године, на којем је постигнута сагласност у погледу могућности постепеног смањивања обавеза одржавања изложености банака према Србији, поменутим изменама обавеза одржавања изложености сведена је на 80 одсто усаглашеног износа почев од априла 2010. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 23. 3. 2010.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена. Нова референтна каматна стопа износи девет одсто и примењује се од данас.

Ову одлуку ће на данашњој конференцији за новинаре образложити гувернер Радован Јелашић.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 9. априла 2010. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 8. 4. 2010.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 8,5 одсто.

Монетарни одбор је при том имао у виду да је у првом тромесечју ове године базна инфлација забележила нулти раст и да се укупна инфлација налази испод доње границе циља. Такође, у првом тромесечју је агрегатна тражња била нижа од очекиване и њен дезинфлаторни ефекат наставиће се и у наредном периоду. На ниску агрегатну тражњу указује то што је у четвртом тромесечју прошле године пад бруто домаћег производа био већи од предвиђеног, као и то да се у првом овогодишњем тромесечју очекује успоренији опоравак привредне активности.

Монетарни одбор оцењује да своп аукције, са чијим организовањем је Народна банка Србије почела 6. априла, стварају могућност за повећање директне међубанкарске трговине девизама, а тиме и за повлачење Народне банке Србије с међубанкарског девизног тржишта.

Имајући у виду поменуте дезинфлаторне факторе, Монетарни одбор је одлучио да смањи степен рестриктивности монетарне политике. Али, инфлаторни ризици и даље постоје, пре свега у погледу неизвесности трајања и преноса ефеката депресијације на цене, затим даљег кретања цена хране и монетарног ефекта фискалне политике у наредном периоду.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 20. 4. 2010.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 8,5 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 10. маја 2010. године.